

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**  
**FACULTAD DE CC. ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES**  
**Departamento de Economía Aplicada I**



**GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS EN  
ECONOMÍAS EMERGENTES: ANÁLISIS TEÓRICO Y  
ESTUDIO DE LOS CASOS DE MÉXICO (1994) Y COREA  
DEL SUR (1997)**

**MEMORIA PRESENTADA PARA OPTAR AL GRADO DE  
DOCTOR POR Iliana Olivié Aldasoro**

Bajo la dirección del Doctor:  
Pablo Bustelo Gómez

**Madrid, 2002**

**ISBN: 84-669-2268-7**

A mi madre

*“The freeway*

*Reminding*

*Of this mess we’re in and*

*The city sun sets over me”*

PJ Harvey, *Stories from the city, stories from the sea*, 2000

**GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS  
EN ECONOMÍAS EMERGENTES:  
ANÁLISIS TEÓRICO Y ESTUDIO DE LOS CASOS  
DE MÉXICO (1994) Y COREA DEL SUR (1997)**

Iliana Olivié Aldasoro

Trabajo para optar al grado de Doctora  
Dirigido por el Prof. Dr. Pablo Bustelo Gómez

Departamento de Economía Aplicada I:  
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales  
Universidad Complutense de Madrid

2002

# ÍNDICE

## TOMO I

RELACIÓN DE CUADROS Y GRÁFICOS .....	11
LISTA DE ACRÓNIMOS.....	15
INTRODUCCIÓN.....	16
SECCIÓN I. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES: ASPECTOS TEÓRICOS.....	26
CAPÍTULO 1. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS FINANCIERAS: UN REPASO DE LA LITERATURA TEÓRICA .....	32
A.    Enfoques neoliberal y marxista sobre las causas de las crisis financieras....	37
1.    Enfoque neoliberal .....	38
2.    Propuesta marxista .....	46
B.    Enfoque heterodoxo sobre las características de los mercados financieros internacionales.....	51
1.    Clasificación de las eficiencias de los mercados financieros .....	52
2.    Asimetría de la información e incumplimiento de los contratos .....	54
C.    Teorías de fragilidad financiera.....	58
1.    Hipótesis de la inestabilidad financiera (Mishkin).....	58
1.1. Características de los mercados financieros .....	60
1.2. Factores de inestabilidad financiera .....	66
1.2.1. Tipos de interés .....	66
1.2.2. Incertidumbre.....	67
1.2.3. Deterioro de los balances .....	67
1.2.4. Problemas en el sector bancario.....	70
1.3. Propagación de la inestabilidad financiera.....	74
1.4. Papel de la globalización financiera .....	76
2.    Teorías de sobreendeudamiento .....	78
2.1. Hipótesis de la fragilidad financiera (Minsky y Kregel) .....	78

2.1.1. Hipótesis de la fragilidad financiera para una economía cerrada (Minsky) .....	79
a) Elementos del modelo: clasificación de los flujos de caja y tipos de financiación .....	79
b) Determinantes del grado de vulnerabilidad financiera .....	82
c) Aparición de la fragilidad financiera: el ciclo financiero.....	86
2.1.2. Ampliación de la hipótesis de la fragilidad financiera a una economía abierta (Kregel) .....	88
2.2. Síndrome del sobreendeudamiento (McKinnon y Pill) .....	93
2.2.1. Primer modelo de sobreendeudamiento: variables reales.....	94
a) Sector financiero no liberalizado (FRE).....	99
b) Liberalización financiera local (DLE) .....	99
c) Apertura de la cuenta de capitales (ILE).....	101
2.2.2. Segundo modelo de sobreendeudamiento: variables reales y monetarias.....	105
a) Sobreendeudamiento en base a variables exclusivamente monetarias .....	105
b) Unión de los dos modelos.....	109
2.2.3. Conclusiones.....	111
D.    Innovación y desregulación financiera.....	113
E.    Modelos teóricos sobre crisis de tipo de cambio: modelos de segunda generación .....	120
1. Ideas principales de los modelos de segunda generación.....	121
2. Algunos modelos de segunda generación .....	123
Conclusión .....	127
<b>CAPÍTULO 2. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES: PROPUESTA DE UN MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>128</b>
A.    Globalización financiera y aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.....	130
1. Aumento de la asimetría de la información.....	130
1.1. Aumento de los flujos internacionales de capital .....	131
1.2. Aumento de la liquidez internacional.....	132
1.3. Aumento de la incertidumbre .....	134

2.	Aumento de la volatilidad y el riesgo.....	134
2.1.	Agravamiento de la asimetría de la información.....	135
2.2.	Productos financieros derivados.....	135
2.3.	Comportamiento de los inversores internacionales.....	137
3.	Aumento de la incertidumbre .....	138
3.1.	Aumento de la volatilidad y del riesgo.....	138
3.2.	Derivados financieros.....	139
B.	<b>Globalización financiera y deterioro de los balances bancarios.....</b>	141
1.	Aumento de las entradas de capital extranjero .....	141
1.1.	Determinantes del volumen de las entradas de capital .....	142
1.2.	Determinantes de la estructura del capital entrante .....	145
2.	<i>Boom</i> de crédito.....	151
3.	Deterioro de los balances bancarios .....	156
C.	<b>Estallido de la crisis financiera.....</b>	160
1.	Aparición del riesgo de crisis .....	160
2.	Estallido de la crisis.....	164
	<b>Conclusión .....</b>	172

## **SECCIÓN II. EL PROCESO ACTUAL DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y SU INFLUENCIA EN LAS CRISIS DE MÉXICO (1994) Y COREA DEL SUR (1997).....177**

<b>CAPÍTULO 3. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES.....</b>	180	
A.	<b>Los flujos internacionales de capital en el proceso actual de globalización financiera.....</b>	184
1.	Primera fase: los setenta .....	187
2.	Segunda fase: los ochenta .....	188
3.	Tercera fase: los noventa.....	191
B.	<b>Comportamiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.....</b>	193
1.	Comportamiento de la volatilidad ante la internacionalización de los mercados financieros .....	194
1.1.	Evolución de la volatilidad.....	195
1.1.1.	Estudios sobre el aumento de la volatilidad .....	196

1.1.2. Estudios sobre el descenso de la volatilidad.....	197
1.1.3. Estudios no concluyentes.....	198
1.2. Relación entre liberalización financiera y volatilidad .....	202
1.2.1. Relación negativa: Richards y Bekaert y Harvey .....	202
1.2.2. Relación positiva: Huang y Yang .....	204
2. Asimetría de la información.....	205
2.1. Frankel y Schmukler .....	206
2.2. Kaufmann, Mehrez y Schmukler.....	207
2.3. Conclusión.....	209
3. Productos financieros derivados.....	210
3.1. Volumen y características de los mercados de derivados .....	210
3.2. Relación entre derivados y volatilidad .....	215
3.2.1. Relación negativa: Chatrath, Ramchander y Song .....	215
3.2.2. Estudio no concluyente: Jochum y Kodres.....	216
3.2.3. Conclusión.....	218
4. Fondos de inversión colectiva .....	220
4.1. Importancia de los fondos de inversión colectiva en las relaciones financieras internacionales .....	220
4.2. Fondos de inversión colectiva y volatilidad .....	221
4.2.1. Relación negativa: Edwards y Zhang y Brown, Goetzmann y Park.....	222
4.2.2. Relación positiva: Kim y Wei y Sias .....	224
4.2.3. Conclusión.....	226
Conclusión .....	228

## **TOMO II**

<b>CAPÍTULO 4. LA CRISIS DE MÉXICO (1994): FACTORES INTERNOS Y ESTALLIDO DE LA CRISIS .....</b>	<b>231</b>
<b>A. Reorientación de la política económica y reforma estructural .....</b>	<b>235</b>
1. Causas de la reforma estructural .....	236
2. Liberalización financiera.....	239
2.1. Desregulación del sistema financiero interno.....	241
2.1.1. Privatización y fomento de la competitividad .....	241

2.1.2. Liberalización de los tipos de interés y el crédito.....	245
2.2. Apertura de la cuenta de capitales.....	246
2.3. Sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera.....	248
<b>B. Aumento de las entradas de capital extranjero.....</b>	<b>252</b>
1. Características de las entradas de capital extranjero .....	254
1.1. Flujos volátiles y deuda.....	255
1.2. Denominación en divisas.....	257
1.3. Flujos privados .....	260
2. Causas de las entradas de capital extranjero .....	260
2.1. Determinantes del volumen de entradas de capital .....	262
2.2. Causas de la composición del capital .....	263
2.2.1. Diferencial de tipos de interés.....	263
2.2.2. Régimen cambiario semi-fijo .....	264
2.2.3. Aumento de la liquidez internacional .....	265
2.2.4. Ausencia de un sistema eficaz de regulación y supervisión bancaria.....	265
2.3. Factores adicionales: privatización y reestructuración de la deuda.....	266
<b>C. Boom de crédito.....</b>	<b>268</b>
1. Características del <i>boom</i> de crédito.....	269
1.1. Consumo y actividades especulativas .....	269
1.2. Denominación en pesos.....	274
2. Causas del <i>boom</i> de crédito.....	275
2.1. Factores generales .....	276
2.2. Causas específicas .....	278
<b>D. Deterioro de los balances bancarios .....</b>	<b>280</b>
<b>E. Aumento del riesgo de crisis .....</b>	<b>285</b>
<b>F. Estallido de la crisis.....</b>	<b>289</b>
<b>Conclusión .....</b>	<b>298</b>

<b>CAPÍTULO 5. LA CRISIS DE COREA DEL SUR (1997): FACTORES INTERNOS Y ESTALLIDO DE LA CRISIS .....</b>	<b>302</b>
<b>A. Liberalización financiera.....</b>	<b>304</b>
1. Causas de la liberalización financiera .....	304
2. Reforma financiera.....	310

2.1. Desregulación del sistema financiero interno.....	312
2.1.1. Liberalización de los tipos de interés y del crédito .....	312
2.1.2. Fomento de la competencia.....	314
2.2. Apertura de la cuenta de capitales.....	316
2.3. Sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera .....	320
<b>B. Aumento de las entradas de capital extranjero .....</b>	<b>324</b>
1. Características de las entradas de capital extranjero .....	326
1.1. Deuda y flujos volátiles y/o a corto plazo .....	326
1.2. Denominación en divisas.....	328
1.3. Receptores privados .....	330
2. Causas de las entradas de capital extranjero .....	334
2.1. Determinantes del volumen de las entradas de capital .....	335
2.2. Determinantes de la composición de las entradas de capital.....	337
2.2.1. Causas de la alta proporción de deuda en las entradas de capital extranjero.....	337
2.2.2. Factores explicativos de la denominación en divisas de las entradas de capital extranjero y de la no cobertura del riesgo cambiario.....	339
2.2.3. Factores subyacentes al corto plazo y/o la volatilidad de las entradas de capital extranjero.....	341
<b>C. Boom de crédito.....</b>	<b>343</b>
1. Características de la concesión de crédito.....	343
1.1. Volumen del crédito .....	343
1.2. Destino del crédito .....	345
1.2.1. Inversión productiva .....	347
1.2.2. Baja rentabilidad de la inversión bancaria .....	350
a) Aumento del endeudamiento de la red empresarial .....	351
b) Caída de la rentabilidad de la red empresarial .....	353
c) Desajuste de monedas en la red empresarial.....	355
2. Causas del <i>boom</i> de crédito.....	357
<b>D. Deterioro de los balances bancarios .....</b>	<b>361</b>
<b>E. Aumento del riesgo de crisis .....</b>	<b>369</b>
1. Aumento del déficit por cuenta corriente .....	370
2. Problemas productivos .....	373

3.	Apreciación del won.....	373
F.	Estallido de la crisis.....	375
	Conclusión .....	381
	 CONCLUSIONES A LA SEGUNDA SECCIÓN.....	387
	 <b>SECCIÓN III. RESPUESTAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA .....</b>	391
	 <b>CAPÍTULO 6. RESPUESTAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA .....</b>	392
A.	Apuntes sobre la nueva arquitectura financiera internacional.....	399
1.	Algunas recomendaciones en materia de nueva arquitectura financiera internacional .....	400
1.1.	Diversidad de propuestas.....	400
1.2.	Recomendaciones.....	401
2.	Reforma institucional .....	404
2.1.	Algunas propuestas de reforma institucional .....	406
2.2.	Obstáculos a la reforma.....	409
B.	Régimen de tipo de cambio.....	412
1.	Tipo de cambio flotante.....	414
2.	Junta monetaria .....	418
3.	Dolarización .....	421
4.	Conclusión.....	424
C.	Regulación y supervisión de la actividad financiera .....	426
1.	Recomendaciones en materia de regulación y supervisión de la actividad financiera .....	428
1.1.	Finalidad de los sistemas de regulación y supervisión .....	428
1.2.	Algunas propuestas concretas en materia de regulación y supervisión .....	430
2.	Trabas a la implantación de un sistema adecuado de regulación y supervisión de la actividad financiera.....	435
2.1.	Problemas en el diseño e implantación del sistema.....	436
2.2.	Problemas relacionados con determinados tipos de instrumentos.....	437
3.	Conclusiones .....	441
D.	Controles de capital .....	444
1.	Algunas propuestas de controles de capital.....	446

2.	Ventajas de los controles de capital .....	448
3.	Inconvenientes de los controles de capital .....	450
4.	Contrastación empírica de las ventajas y los inconvenientes de la implantación de controles de capital .....	454
5.	Conclusión.....	456
<b>E.</b>	<b>Regulación del mercado de productos financieros derivados .....</b>	<b>458</b>
1.	Evasión de la regulación y supervisión financiera y de los controles de capital mediante el uso de derivados.....	459
1.1.	Evasión de las normas de regulación y supervisión bancaria.....	459
1.2.	Evasión de los controles de capital.....	460
2.	Algunas propuestas sobre regulación y supervisión de los derivados financieros .....	463
2.1.	Mejora de la información .....	463
2.2.	Mejora de las capacidades del órgano supervisor o regulador .....	466
2.3.	Aumento de la cooperación funcional e internacional .....	471
2.3.1.	Integración funcional .....	471
2.3.2.	Coordinación internacional .....	474
3.	Conclusión.....	475
	<b>Conclusión .....</b>	<b>477</b>
	<b>CONCLUSIONES GENERALES.....</b>	<b>481</b>
	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>492</b>

## RELACIÓN DE CUADROS Y GRÁFICOS

### CAPÍTULO 2. Globalización financiera y crisis en economías emergentes: propuesta de un marco teórico

#### cuadros

2.1. Determinantes del volumen y la estructura de las entradas de capital extranjero	151
2.2. Determinantes del volumen y las características del <i>boom</i> de crédito	156

#### gráficos

2.1. Globalización financiera e incertidumbre	140
2.2. Globalización financiera y deterioro de los balances bancarios	159
2.3. Deterioro de los balances bancarios, aumento de la incertidumbre y crisis financiera	169
2.4. Globalización financiera y crisis financiera	170

### CAPÍTULO 3. Globalización financiera y volatilidad en los mercados financieros internacionales

#### cuadros

3.1. Flujos internacionales de capital: 1972-1980 (miles de millones de dólares y %)	188
3.2. Flujos internacionales de capital: 1980-1989 (miles de millones de dólares y %)	190
3.3. Flujos internacionales de capital: 1990-1996 (miles de millones de dólares y %)	192
3.4. Volumen de los mercados de derivados financieros (miles de millones de dólares y %)	212
3.5. Distribución por vencimientos de los derivados OTC (%)	212

#### gráficos

3.1. Globalización financiera y volatilidad en los mercados financieros
-------------------------------------------------------------------------

internacionales	230
-----------------	-----

## **CAPÍTULO 4. La crisis de México (1994): factores internos y estallido de la crisis**

### **cuadros**

4.1. Privatización del sistema bancario en perspectiva comparada. México (activos bancarios privados / activos bancarios totales)	240
4.2. Calendario de la privatización de la banca comercial. México	242
4.3. Balanza de pagos. México (% del PIB)	252
4.4. Entrada total de capitales. México	254
4.5. Entradas de capital. México (%)	256
4.6. Entradas de capital. México (% del PIB)	259
4.7. Crédito concedido por la banca comercial. México (millones de pesos, a 31 de diciembre)	269
4.8. Variación anual del crédito concedido por la banca comercial al sector privado, distribución por sectores. México (%)	270
4.9. Consumo e importaciones. México	273
4.10. Distribución por monedas del crédito concedido por la banca comercial. México (%, a 31 de diciembre)	274
4.11. Grado de intermediación bancaria: ratio de crédito. México (millones de nuevos pesos y %)	278
4.12. Desajuste de moneda en los balances de la banca comercial. México (%, a 31 de diciembre)	281
4.13. Cartera vencida de la banca comercial y de las arrendadoras financieras. México (millones de nuevos pesos a 31 de diciembre)	283
4.14. Balanza comercial de bienes. México (% del PIB)	287

### **gráficos**

4.1. Índice bursátil. México	271
4.2. Índice nacional de precios al consumidor de la vivienda. México (1978 = 100)	272
4.3. Tipo de cambio efectivo real. México (1980 = 100)	288

4.4. Índice bursátil. México	293
4.5. Reservas internacionales. México, 1994 (millones de dólares)	293
4.6. Tipos de interés. México	294
4.7. Tipo de cambio nominal peso/dólar (final del periodo)	295
4.8. La crisis de México (1994): factores internos y estallido de la crisis	300

## **CAPÍTULO 5. La crisis de Corea del Sur (1997): factores internos y estallido de la crisis**

### **cuadros**

5.1. Balanza de pagos. Corea (% del PIB)	325
5.2. Entrada de capital extranjero. Corea	326
5.3. Composición de la cuenta financiera. Corea (millones de dólares)	327
5.4. Composición de las entradas de capital. Corea (%)	328
5.5. Préstamos y créditos concedidos a la banca comercial, por denominación. Corea (cientos de millones de won y %)	329
5.6. Pasivos externos por receptor y por vencimiento. Corea (millones de dólares y % respecto de los pasivos externos totales)	333
5.7. Diferenciales de tipos de interés. Corea	337
5.8. Tipo de cambio nominal won/dólar	340
5.9. Crédito interno privado. Corea (miles de millones de won)	345
5.10. Préstamos y descuentos de la red financiera por destinatario. Corea (cuarto trimestre, %)	347
5.11. Ratio capital social / activos totales de la industria manufacturera. Corea (%)	352
5.12. Ratio ingresos netos / activos totales de la industria manufacturera. Corea (%)	354
5.13. Derechos de la red financiera sobre el sector privado, por denominación. Corea (miles de millones de won y %)	356
5.14. Grado de intermediación bancaria: ratio de crédito. Corea (miles de millones de won y %)	358
5.15. Ratio de desajuste a un mes (índice X). Corea (a 31 de marzo de 1997, %)	364

5.16. Ratio de liquidez a tres meses (índice Y). Corea (número de bancos y %)	364
5.17. Calidad de los activos de la banca comercial. Corea (%)	366
5.18. Aumento de las cuentas de activo de la banca comercial. Corea (%)	367
5.19. Balanza por cuenta corriente. Corea (millones de dólares y %)	371
5.20. Valor unitario de productos de importación y exportación. Corea (1995=100)	372

### **gráficos**

5.1. Balanza de pagos. Corea (% del PIB)	325
5.2. Precio medio del suelo. Corea (miles de millones de won)	349
5.3. Índice bursátil. Corea (a 31/XII, 1980=100)	350
5.4. Desajuste de moneda de los balances bancarios. Corea	362
5.5. La crisis de Corea del Sur (1997): factores internos y estallido de la crisis	385

## LISTA DE ACRÓNIMOS

BAsD	Banco Asiático de Desarrollo
BPI	Banco de Pagos Internacionales
CEPAL	Comisión Económica para América Latina
DLE	<i>domestically liberalized economy</i>
FBCF	formación bruta de capital fijo
FMI	Fondo Monetario Internacional
FRE	<i>financially repressed economy</i>
FSS	Financial Supervisory Service, Corea
GATT	General Agreement on Tariffs and Trade
IAIS	International Association of Insurance Supervisors
IDE	inversión directa extranjera
ILE	<i>internationally liberalized economy</i>
IOE	industrialización orientada a la exportación
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
ISI	industrialización por sustitución de importaciones
KDI	Korea Development Institute
KREIC	Korean Real Estate Information Center
MAR	<i>market-average foreign exchange rate</i>
NAFTA	North American Free Trade Agreement
OCDE	Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos
OMC	Organización Mundial del Comercio
ONU	Organización de Naciones Unidas
OTC	<i>over-the-counter</i>
PIB	producto interior bruto
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
PRI	Partido Revolucionario Institucional
SFA	Securities and Futures Authority
TLCAN	Tratado de Libre Comercio de América del Norte
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WFA	World Financial Authority, World Financial Agency
WFO	World Financial Organization

## INTRODUCCIÓN

Las crisis financieras sufridas por economías emergentes en las últimas décadas han supuesto una merma considerable para estos países en términos de crecimiento y desarrollo. Se ha estimado que los 116 episodios de crisis cambiarias sufridas por economías emergentes entre 1975 y 1997 han provocado una pérdida acumulada de 5% del PIB de los países afectados en cada crisis y las 42 crisis bancarias que las han acompañado una pérdida del 12% del PIB (FMI, 1998c). A partir del comienzo de la década de los noventa pero, sobre todo, a partir del estallido de la crisis financiera de México en 1994, algunos gobiernos y un buen número de especialistas empiezan a observar que se perfila un nuevo tipo de crisis financiera, diferente de la crisis de la deuda de los años ochenta. En este nuevo tipo de crisis, el proceso actual de globalización financiera, que cobra fuerza especial durante los noventa, empieza a perfilarse como un factor importante en el origen de estas crisis. Así pues, el estudio del papel de la globalización financiera en el estallido de crisis financieras contemporáneas en economías emergentes se ha convertido en una importante tarea a realizar por parte de los especialistas, debido tanto a la merma que estas crisis suponen para los países subdesarrollados como al cada vez más importante papel que la globalización financiera parece desempeñar en ellas.

A pesar de que han proliferado, en los últimos años, estudios teóricos y empíricos que tratan de explicar los orígenes de estas crisis financieras haciendo hincapié en la internacionalización de la economía financiera, no se ha podido encontrar ningún estudio, sea de carácter empírico o de naturaleza teórica, que muestre todos y cada uno de los vínculos que pueden unir el proceso de globalización financiera con el estallido de una crisis financiera. En otras palabras, podría decirse que no existen trabajos de investigación que expliquen de forma completa el papel de la globalización financiera en el estallido de crisis financieras en economías emergentes.

No obstante, existen diversas investigaciones que relacionan los procesos de liberalización financiera con el estallido de crisis financieras, o el aumento de las deficiencias de los mercados financieros internacionales con la globalización de los mismos. Así, aunque ninguno de estos trabajos explique de forma completa la relación que puede existir entre la globalización financiera y el estallido de una crisis financiera en una economía emergente, muchos de ellos arrojan luz sobre alguno de los aspectos de esta relación. De este modo, puede establecerse un nuevo marco teórico que intente explicar todas y cada una de las relaciones que se establecen entre un proceso de globalización financiera y el estallido de crisis financieras en economías emergentes mediante la combinación de algunos de estos estudios teóricos. Entonces, puede decirse que esta tesis es novedosa en la medida en que trata de establecer todas las variables y vínculos causales que unen las variables globalización financiera y crisis financiera, tanto desde el punto de vista teórico como desde una perspectiva empírica.

La hipótesis central de esta tesis es que el proceso actual de globalización financiera desempeña un papel destacado en el estallido de crisis financieras en economías emergentes. Conviene, antes de abordar esta hipótesis en mayor profundidad, definir las principales variables implicadas en esta relación, esto es, qué se entiende en esta tesis por globalización financiera, crisis financiera y economía emergente. El concepto de globalización es, a pesar de la creciente atención que se le ha dedicado en los últimos años, un concepto un tanto vago. Varios autores han tratado de definirlo para poder medir la magnitud de la globalización financiera actual (Glyn y Sutcliffe, 1999; Griffith-Jones, 1998). Por su parte, Martínez González-Tablas (2000) ya ha denunciado la dificultad de su medición. Dicha dificultad emana directamente de su difícil definición y la dificultad de su definición deriva de las múltiples acepciones del término. Efectivamente, la globalización financiera puede enfocarse como un proceso político, histórico, económico, o todos ellos a la vez. Si uno se ciñe al terreno

económico, puede entenderse, por ejemplo, como la internacionalización de los mercados financieros, como el cambio en los mecanismos de funcionamiento de dichos mercados, como la aparición de nuevos instrumentos financieros, etc. Ante la dificultad de ofrecer una definición precisa de la globalización financiera, se puede recurrir a la mera acotación del término a sus vertientes más importantes a los efectos de esta tesis. Así, al margen de las muy diversas acepciones que la globalización financiera pueda tener, a los efectos de esta tesis, sólo dos de ellas parecen las más relevantes. La globalización financiera se define aquí como un proceso de internacionalización financiera que se plasma en un proceso generalizado de liberalización financiera y en otro proceso paralelo de aumento de los flujos de capital, y, en particular, de la liquidez, a escala internacional. Como se verá a lo largo de esta tesis, estos dos procesos paralelos son los respectivos inicios de cada una de las dos vías (internacional y nacional) mediante las cuales la globalización financiera acaba incidiendo en el estallido de una crisis financiera en una economía emergente.

En esta tesis no se hacen distinciones entre diferentes tipos de crisis financieras. Con crisis financiera se está haciendo referencia a cualquier tipo de crisis de naturaleza financiera, ya sea una crisis que empieza por la caída del índice bursátil (*crash* bursátil), o por el desplome del tipo de cambio (crisis cambiaria), o por la quiebra generalizada de la red financiera de un país (crisis bancaria), o por el estallido simultáneo de una crisis bancaria y una cambiaria (crisis gemelas). Así, una crisis financiera, tal y como se entiende en esta tesis, puede ser cualquiera de estas crisis, la suma de varias, o todas a la vez. Esta generalización del término se debe, fundamentalmente, a dos motivos. El primero de ellos es que los mecanismos generales mediante los cuales la globalización financiera redunda en el estallido de una crisis de características financieras (financieras por oposición a industriales) son válidos para cualquier tipo de crisis, siempre y cuando presente esta naturaleza financiera. En esta tesis se considera, por una parte, que la globalización financiera genera, a través de una sucesión de variables, el aumento del riesgo de crisis de las

economías emergentes. Por otra parte, la globalización financiera también facilita que se produzcan ataques especulativos o pánicos contra los activos de dichas economías que se transformen en crisis, y la naturaleza del tipo de activo contra el que se genera el primer ataque o pánico puede ser cualquier tipo de instrumento financiero. Así, si el primer ataque se dirige contra los depósitos bancarios o los créditos concedidos a la red bancaria local, la crisis financiera empezará por una crisis bancaria; si este ataque se dirige, en cambio, contra las acciones cotizables, se producirá un *crash* bursátil; y si los agentes financieros empiezan atacando la moneda del país, la crisis financiera empezará por la crisis cambiaria. Este primer ataque también se puede dirigir contra otro tipo de activos financieros como los bonos cotizables o los productos financieros derivados. El segundo motivo por el que se utiliza, de forma genérica, el término de crisis financiera es porque, generalmente, cualquier tipo específico de crisis, sea ésta cambiaria, bancaria o bursátil, acaba dando lugar a los demás tipos de crisis financieras. Es decir, que si los primeros efectos de las crisis se reflejan en el valor de la moneda del país, y se puede hablar, por tanto, de una crisis cambiaria, es más que probable que el índice bursátil y los beneficios de la red bancaria local acaben sufriendo, en un corto periodo de tiempo, los efectos de esta crisis cambiaria, produciéndose un *crash* bursátil y una crisis bancaria de forma simultánea.

Definir un concepto como el de economía emergente es tan difícil como establecer una línea de división entre países industrializados y no industrializados, pobres y ricos, desarrollados y subdesarrollados o primer y tercer mundo. Intuitivamente, podría decirse que las economías emergentes pertenecen a un tercer grupo de países que sirve de puente entre los dos grupos extremos de países pobres y países ricos. No se puede, sin embargo, utilizar un criterio de clasificación como el grado de industrialización, el nivel de ingresos o el índice de desarrollo para delimitar las fronteras de este tercer grupo de países. Sirva de ejemplo que Malasia, considerada una economía emergente, registra un nivel de industrialización superior al de Alemania, que pertenece al

G-7; o que Corea del Sur, otra economía emergente, tiene una renta per cápita casi similar a la española. Así, el grupo de economías emergentes es un grupo tan heterogéneo como lo son el grupo de países ricos y el de países pobres.

Del mismo modo que se ha hecho con las variables globalización financiera y crisis financiera, se puede establecer una definición de economía emergente en función de las variables y vínculos causales más relevantes que se van a establecer en esta tesis. Desde este punto de vista, son economías emergentes aquellos países que, sin poder considerarse países ricos por motivos de renta nacional, grado de industrialización y, sobre todo, de desarrollo, están insertados activamente en el actual proceso de globalización financiera, en el sentido de que son importantes receptores de capital extranjero (proveniente de países ricos), a diferencia de lo que ocurre en los países considerados pobres.

La principal desventaja de esta definición es que no permite realizar una lista cerrada de países pertenecientes a esta categoría –al igual que tampoco se puede elaborar una lista de países ricos o de países pobres-. Esto se debe, fundamentalmente, a las condiciones siempre cambiantes de la economía mundial. En efecto, si una de las características de las economías emergentes es que son receptoras de capital proveniente de los países más desarrollados, muchos países estarían permanentemente entrando y saliendo de este grupo. Tal sería el caso de México, Argentina o de los países asiáticos que entraron en crisis en 1997. Y es que con esta definición no se pretende afirmar que las economías emergentes sean receptoras estables y permanentes de ahorro externo sino que, a diferencia de los países más pobres, han recibido en algún momento o reciben en este momento sumas importantes de capital extranjero, independientemente de que este capital permanezca en el país durante largos períodos de tiempo o lo abandone con rapidez. En este sentido, así como Argentina puede considerarse una economía emergente, países como Sierra Leona no podrían entrar en esta categoría. Solamente a modo de ejemplo,

podrían considerarse economías emergentes los “tigres” de la cuenca del Pacífico, como Corea del Sur, Malasia, Indonesia o Tailandia, algunas de las economías más dinámicas de América Latina como México, Brasil o Argentina, ciertos países de Europa del Este como la República Checa y Polonia o incluso Marruecos en África. En definitiva, podría decirse que las economías emergentes son los países no desarrollados que absorben el principal del excedente de ahorro de los países ricos que no se invierte en otros países ricos; o el escaso número de países que no son ricos y que absorben el excedente de ahorro de los países ricos.

Después de definir las principales variables que constituyen la hipótesis central, se puede ahora proceder a describir los pasos que se van a seguir para tratar de demostrar dicha hipótesis. Como ya se ha señalado, no parece que exista ninguna propuesta teórica capaz de relacionar el fenómeno de la globalización financiera con el de las crisis financieras en economías emergentes en toda su complejidad. No obstante, sí existen propuestas de índole teórica que aportan claves importantes sobre algunos aspectos de los vínculos entre globalización y crisis. De modo que en primer lugar se elabora un puzzle teórico cuyas piezas serán algunas de estas propuestas. Con esto se consigue elaborar un esqueleto teórico que pretende unir el fenómeno de la globalización financiera con el de las crisis financieras en economías emergentes, resaltando todas las variables intermedias que se encuentran entre estas dos variables principales y todas las relaciones causales que llevan de un fenómeno a otro. Tras elaborar este esqueleto teórico, se procede a la contrastación empírica del mismo, que se hace rellenándolo con estudios empíricos<sup>1</sup>. Por último, sobre la base del esquema teórico y de los resultados arrojados por el estudio empírico, se procede a estudiar las posibles soluciones, en materia de política económica, al estallido de crisis financieras cuyo origen se encuentra en un proceso de globalización financiera.

---

<sup>1</sup> El método consistente en elaborar un esquema o esqueleto teórico que sirva como base para construir un relato empírico ha sido extraído de Ramos (1998-1999).

Esta tesis se divide en tres partes o secciones. La primera de ellas se dedica exclusivamente al estudio de los aspectos teóricos sobre globalización financiera y crisis financieras. Está compuesta por dos capítulos. En el primero, se repasan las principales propuestas teóricas que estudian el fenómeno de la globalización resaltando algunos aspectos o deficiencias que, aunque no estén vinculados directamente con el estallido de crisis financieras, pueden conducir a dicho estallido y también se repasan los estudios teóricos que se dedican a indagar en el origen de las crisis financieras siempre y cuando en dicho origen tenga cabida, de algún modo, el fenómeno de la globalización financiera o algunas de sus manifestaciones o consecuencias, como son la liberalización financiera o el aumento de los flujos de capital a escala internacional (capítulo 1). De todas estas propuestas se toman prestadas las variables y las relaciones causales que contribuyen a explicar los vínculos entre globalización y crisis y así se procede a combinarlos creando un marco teórico alternativo cuya intención es explicar todos y cada uno de los papeles que la globalización financiera puede desempeñar en el estallido de una crisis financiera en una economía emergente (capítulo 2). Puede, pues, decirse que en este segundo capítulo se filtran las aportaciones teóricas repasadas en el capítulo anterior para elaborar el esqueleto teórico que permite, en principio, respaldar la hipótesis central de esta tesis.

Según este esquema teórico, la globalización financiera lleva al estallido de una crisis financiera en una economía emergente en dos fases. En una primera fase, la globalización financiera incide en el aumento del riesgo de crisis en dicha economía emergente. Y existen dos vías principales mediante las cuales la globalización lleva a este aumento del riesgo. Se puede llamar a estas dos vías la vía internacional (o externa) y la vía nacional (o interna). Mediante la vía internacional, la globalización financiera entendida como el aumento de los flujos de capital y, en particular, de la liquidez a escala internacional, provoca una serie de mecanismos que dan lugar al aumento de la

incertidumbre en los mercados financieros internacionales, con lo que aumenta la vulnerabilidad financiera de las economías que participan en dichos mercados financieros internacionales o, lo que es lo mismo, su riesgo de sufrir una crisis financiera. En principio, esta vía afecta a todas las economías adheridas al proceso de globalización financiera, independientemente de su nivel de desarrollo, con lo que no sólo las economías emergentes se verían afectadas por este proceso sino también los países más ricos, que además participan más activamente en los movimientos internacionales de capital. A través de la vía nacional, la globalización financiera fuerza la liberalización financiera de las economías emergentes, dando lugar a una serie de fenómenos que desembocan en el deterioro de los balances de la red financiera de la economía que se liberaliza, contribuyendo también al aumento del riesgo de crisis de esta economía. Esta vía, a diferencia de la vía internacional, sólo afecta a las economías emergentes tal y como han sido definidas. Además, la vía interna no puede desencadenarse en cualquier momento del tiempo, pues la cadena de acontecimientos que lleva al deterioro de los balances bancarios se da cuando el país emergente ha llevado a cabo recientemente un proceso de liberalización financiera<sup>2</sup>. En la segunda fase, la globalización financiera contribuye, mediante la vía internacional, a que la economía emergente pase de un aumento del riesgo de crisis al estallido de la misma, ya que el aumento masivo de los flujos de capital internacional proporciona a estos capitales la fuerza suficiente para que un ataque especulativo desemboque en una crisis financiera.

Una vez perfilado el esquema teórico que explica el papel de la globalización financiera en el estallido de las crisis financieras en economías emergentes, se procede a la contrastación empírica de dicho esquema. Esto se realiza en la segunda sección de esta tesis. En primer lugar, se contrasta la vía internacional, el proceso mediante el cual la globalización financiera genera un

---

<sup>2</sup> Para posibles ampliaciones de esta vía nacional, véanse las conclusiones generales de esta tesis.

aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Recuérdese que este fenómeno afecta, en principio, a cualquier país que participe en el proceso de globalización financiera y, también en principio, este proceso se desencadena en el momento en el que se pone en marcha el proceso de globalización financiera. Por tanto, lo que se trata de contrastar en el tercer capítulo de esta tesis es si el actual proceso de globalización financiera, iniciado en los años setenta, ha dado lugar al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, independientemente de cuáles sean los países que participen en dicho proceso (capítulo 3). La contrastación empírica de esta vía externa presenta numerosas dificultades. Muchas de las variables y relaciones causales involucradas en el proceso no han podido ser demostradas o, siquiera, contrastadas. Esto se debe, sobre todo, a la carencia de datos estadísticos y a la heterogeneidad de las técnicas estadísticas empleadas en la literatura empírica para la contrastación de ciertas variables y vínculos causales. Tras el estudio de la vía externa, se contrastan empíricamente la vía interna y la segunda fase (que lleva del aumento del riesgo de crisis al estallido de la misma) con dos casos concretos: la crisis sufrida por México en 1994 (capítulo 4) y la sufrida por Corea del Sur en 1997 (capítulo 5); esta contrastación no ha presentado las dificultades que surgieron con el estudio de la vía externa.

Así, una eventual corroboración empírica de la hipótesis central de esta tesis podría además filtrar cuáles son los factores clave de la unión entre globalización y crisis. Por esta razón, en la tercera y última sección de esta tesis, se trata de indagar en las medidas de política económica que permitirían anular estos factores o corregir sus efectos de modo que se rompa la cadena que une globalización financiera y crisis financiera (capítulo 6).

No puedo concluir esta introducción sin antes expresar mi agradecimiento a todas aquellas personas que, directa o indirectamente, consciente o inconscientemente, han colaborado en la realización de la misma. Mis agradecimientos al Doctor Pablo Bustelo, director de esta tesis, por su confianza en mí y a los Doctores Antonio Ramos y Ángel Martínez González-Tablas. A todos ellos debo agradecerles su formación académica en general, y, concretamente, sus valiosas aportaciones a este trabajo; a mis padres y a Paloma y Rodrigo por su apoyo de todo tipo; a Luis Cepeda y por ello también a Rosi Cáceres; a Jujú y Aurelio; a Bulevar, a Siglo 21, a Nick Cave y Yo La Tengo; al Tupper Ware y al Garage Sónico, donde se han gestado y discutido las principales ideas contenidas en esta tesis; al equipo de Estudios Picasso y a la firma Risi. Por último, mi más profundo agradecimiento a Clara García, sin cuya compañía, comprensión y ayuda este trabajo jamás habría sido realizado.

**SECCIÓN I**  
**GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS EN ECONOMÍAS  
EMERGENTES: ASPECTOS TEÓRICOS**

La finalidad de esta primera sección es hallar una base teórica que sostenga la hipótesis central de esta tesis, es decir, que un proceso de globalización financiera puede encontrarse entre las causas del estallido de una crisis financiera en una economía emergente. En otras palabras, lo que busca esta primera sección es determinar la relación (o las relaciones) entre las dos variables “globalización financiera” y “crisis financiera”, desde un punto de vista teórico.

Contrariamente a lo que cabía esperar, esta búsqueda teórica no ha sido una tarea fácil. En efecto, a pesar de que en los últimos años el actual proceso de mundialización de la economía ha ido cobrando cada vez mayor importancia –tanto en los medios de comunicación como en el ámbito académico– y de que se multiplican las denuncias acerca de los desequilibrios que dicho proceso de mundialización parece provocar, no ha sido posible encontrar una propuesta teórica (formal o informal) que relacionara directa o indirectamente el proceso de globalización financiera con el estallido de crisis de la misma naturaleza. Existen, no obstante, una serie de estudios teóricos –la mayoría de ellos de signo marcadamente keynesiano o post-keynesiano– que, si bien no analizan la relación entre las dos variables, sí estudian las relaciones entre variables similares –como pueden ser la liberalización financiera en lugar de la globalización financiera o el riesgo de crisis en lugar del estallido, propiamente dicho, de una crisis financiera–.

Existe un grupo de propuestas teóricas que se ha dedicado a analizar las distorsiones económicas internas que puede provocar la apertura financiera de una economía. Así, por ejemplo, Kregel (1998a) denuncia la inestabilidad que la liberalización financiera puede aportar a una economía cuyos agentes están sobreendeudados. Más específicamente, McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) estudian la relación entre un proceso de apertura financiera y el sobreendeudamiento por parte de las unidades económicas privadas de la economía recientemente liberalizada. Asimismo, Mishkin (1996 y 1998)

arguye que existe una serie de factores cuya aparición puede dar lugar al empeoramiento de ciertos problemas de información característicos de los mercados financieros y que el empeoramiento de dichos problemas da lugar al aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía en su conjunto. Es más, según este último autor, algunos de los factores que pueden aparecer están relacionados con la apertura financiera de la economía al exterior.

Hay otro grupo de autores que sostiene que la globalización de los mercados financieros da lugar a un aumento de la inestabilidad en dichos mercados, mediante el empeoramiento de las deficiencias propias de los mercados financieros con la mundialización de la economía. Entre estos autores se encuentran Hermalin y Rose (1999), que sostienen que el riesgo aumenta en los mercados financieros transnacionales como fruto de las menores garantías en el cumplimiento de los contratos y del mayor grado de incertidumbre. Asimismo, hay otros autores que –bien mediante la elaboración de modelos teóricos formales, bien mediante meras hipótesis– señalan las deficiencias que pueden ser provocadas por los cambios cualitativos –tanto en instrumentos como en agentes y en comportamientos– derivados de la internacionalización financiera de la economía. En este sentido destaca Eatwell (1996), que denuncia el aumento de la volatilidad y el acortamiento temporal de los horizontes de inversión como consecuencia de la aparición de productos financieros derivados. Asimismo Sias (1996) sostiene que el auge de los fondos de inversión colectiva en los mercados financieros globales redunda en una mayor volatilidad en dichos mercados como consecuencia, fundamentalmente, del comportamiento gregario de este tipo de agentes. En este segundo grupo también se encuentran los modelos teóricos de crisis de balanza de pagos de segunda generación, que aparecen de la mano de Obstfeld (1994). El aspecto más destacado de estos modelos, para esta tesis, es el papel preponderante que estas teorías asignan a los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales en el ataque especulativo y el estallido de una crisis financiera.

Puede decirse, que, implícita o explícitamente, todos o casi todos estos trabajos encuentran su origen en el análisis de Keynes sobre la formación de las expectativas a largo plazo en los mercados financieros (Keynes, 1936). Por ejemplo, el exceso de optimismo o de pesimismo en la formación de las expectativas de rentabilidad, que ya aparece en el trabajo de Keynes (1936), es uno de los pilares del modelo del sobreendeudamiento de McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999). Lo mismo ocurre con las deficiencias en la información que se transmite a través de los mercados financieros para la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) o con el estallido de pánicos bancarios generados por repentinos cambios de expectativas para los modelos de segunda generación.

Así, a pesar de la carencia de una teoría (o varias) que relacione un proceso de globalización financiera con el estallido de una crisis de carácter financiero, existen diversos modelos teóricos, formales y no formales, así como varias hipótesis, que, combinados, pueden servir de base para realizar una propuesta teórica en la que estas dos variables queden vinculadas. El capítulo que figura a continuación (capítulo 1) trata en detalle las hipótesis y modelos que se han considerado de mayor relevancia para aproximarse a la explicación teórica del papel de la globalización financiera en el desencadenamiento de crisis financieras. En el capítulo 2, se utiliza este *survey* teórico para extraer, de las propuestas teóricas repasadas, aquellos elementos que sean de mayor utilidad para crear una propuesta teórica propia acerca de todos los vínculos posibles entre las dos variables mencionadas. En otras palabras, el capítulo 2 propone un marco que pretende sostener, desde el punto de vista teórico, la hipótesis de que la globalización financiera desempeña un papel relevante en el estallido de crisis financieras en países subdesarrollados en general y en economías emergentes, en particular.

Según el marco teórico que se expone en el segundo capítulo de esta sección, la globalización financiera incide en el estallido de una crisis financiera –si la economía que sufre la crisis es una economía emergente– mediante dos vías principales. La primera vía podría llamarse la vía “externa” o “internacional” y la segunda vía sería la vía “interna” o “nacional”. La vía internacional es la vía mediante la cual la globalización financiera –entendida como un aumento de los flujos de capital y, en concreto, de la liquidez a escala internacional– provoca un aumento de la volatilidad y del riesgo (y, por tanto, de la incertidumbre) en los mercados financieros internacionales<sup>3</sup>. Además, la globalización financiera también puede coadyuvar al estallido de una crisis financiera, mediante canales internacionales, al otorgar un mayor peso a los agentes financieros (fondos de inversión colectiva, fundamentalmente) que toman parte activa en el desencadenamiento de ataques especulativos. La segunda vía mediante la cual la globalización financiera subyace al estallido de crisis financieras en economías emergentes, esto es, la vía nacional, radica en que el proceso de globalización financiera fuerza la liberalización financiera de este tipo de economías. Esto da lugar a la entrada masiva de capital extranjero en la economía recientemente liberalizada. Las características específicas de este tipo de capitales, sumadas a algunos elementos internos de la economía receptora y a la mala canalización del ahorro externo, dan lugar al deterioro de la salud financiera de la economía liberalizada.

Además, algunos elementos desestabilizadores que el proceso de globalización financiera provoca desde el punto de vista internacional refuerzan las distorsiones internas provocadas por dicho proceso. Sirva de ejemplo que el aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales determina, en parte, la estructura de las entradas de capital en las economías emergentes; o que el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales puede generar unas expectativas

---

<sup>3</sup> Esta primera vía de propagación podría ser válida para cualquier tipo de economía, ya fuera desarrollada o subdesarrollada.

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

# CAPÍTULO 1

## GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS FINANCIERAS: UN REPASO DE LA LITERATURA TEÓRICA

En este primer capítulo se realiza un *survey* teórico que se utilizará como base para realizar una propuesta teórica propia que pretende señalar todos o gran parte de los vínculos que pueden darse entre un proceso de globalización financiera y el estallido de una crisis financiera en una economía emergente<sup>4</sup>. Así, el denominador común de los estudios teóricos que se analizan en este capítulo es que éstos tratan los fenómenos de la globalización y de las crisis financieras o bien que, sin tratar ninguna o alguna de las dos variables directamente, realizan un análisis que puede ser útil para comprender alguna de las dos variables, o las dos, o los vínculos que las unen.

Para poder realizar esta selección de hipótesis, hubo que estudiar, en primer lugar, las principales ideas acerca de la globalización de los mercados financieros (o, en su defecto, de los efectos de procesos de liberalización financiera) y acerca de las causas del estallido de crisis financieras desde el punto de vista de los principales enfoques de pensamiento económico. Tras rechazar los enfoques ortodoxo y marxista (epígrafe A) –tanto acerca de los efectos de la globalización financiera como acerca de los factores que provocan el estallido de las crisis financieras– se ha optado por centrar este *survey* teórico, sobre todo, en hipótesis y teorías de carácter keynesiano o post-keynesiano (ambos entendidos en el sentido más amplio de la palabra)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Dicha propuesta se expone en el siguiente capítulo (capítulo 2).

<sup>5</sup> Si bien la mayoría de las hipótesis que se van a exponer a partir del epígrafe B se pueden considerar de corte keynesiano o post-keynesiano, algunas de ellas escapan a este calificativo. Por ejemplo, los modelos de crisis de balanza de pagos de segunda generación expuestos en el último epígrafe de este capítulo (epígrafe E) pueden clasificarse como teorías pertenecientes a la rama ortodoxa o neoclásica de la literatura económica. Esto se debe no solamente a ciertos aspectos formales (formalización matemática de las hipótesis) sino también a ciertos aspectos de fondo, como puede ser que las distintas variables de los modelos siempre se dirigen hacia un punto de equilibrio u otro. No obstante, aquí se ha considerado que existen determinados aspectos de estos modelos –que son, además, los que se van a utilizar para la propuesta teórica del siguiente capítulo– que desafían claramente algunos principios fundamentales de la

Las principales hipótesis expuestas a partir del epígrafe B podrían dividirse, como ya se ha mencionado, en dos grandes grupos. El primero de ellos estaría compuesto por aquellas propuestas teóricas encargadas de evaluar las consecuencias económicas de los procesos de globalización y liberalización financieras en la economía local de los países que se abren al exterior desde el punto de vista financiero. El segundo grupo constaría de las teorías e hipótesis que denuncian los efectos desestabilizadores de los procesos de internacionalización financiera en los mercados globales de capitales. Siendo más rigurosos, las teorías y modelos heterodoxos repasados en este capítulo podrían dividirse en cuatro categorías.

La primera de estas categorías (epígrafe B) está compuesta por aquellos estudios que se limitan a describir las principales características de los mercados financieros nacionales e internacionales, desde un punto de vista no convencional. En esta primera categoría destaca la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) acerca del empeoramiento de la asimetría de la información y del cumplimiento de los contratos cuando un mercado financiero se internacionaliza. Según estos autores, los mercados financieros locales sufren unas deficiencias inherentes que les impiden funcionar correctamente. Estas deficiencias son, fundamentalmente, dos: la imposibilidad de garantizar completamente el cumplimiento de los contratos y la asimetría de la información (que es el desnivel de información entre las dos partes de un mismo contrato financiero). Según Hermalin y Rose (1999), ambas deficiencias se ven exacerbadas cuando el mercado financiero en cuestión deja de ser local y se internacionaliza.

La segunda categoría (epígrafe C) está compuesta por hipótesis y modelos que señalan que la liberalización financiera desencadena, bajo

---

literatura más convencional; como puede ser que dichos modelos denuncien las imperfecciones del libre mercado para el caso concreto de los mercados de capitales.

determinadas circunstancias, una serie de mecanismos que redundan en un aumento de la fragilidad financiera de la economía recientemente liberalizada. En esta categoría destaca la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998). Este autor denuncia las mismas deficiencias inherentes a los mercados financieros que denuncian Hermalin y Rose (1999). Es decir que, también según este autor, los mercados financieros se caracterizan por determinados problemas relacionados con la transmisión de la información entre los que sobresale el problema de la asimetría de la información. En la hipótesis de la inestabilidad financiera, el autor sostiene que existe una serie de factores (como por ejemplo la subida de los tipos de interés) cuya aparición da lugar a un empeoramiento de los problemas de información que predominan en los mercados financieros. Pero lo más interesante de la hipótesis de Mishkin (1996 y 1998), a los efectos de este *survey* teórico, es que la puesta en marcha de un proceso de liberalización financiera facilita la aparición de algunos de estos factores de inestabilidad. En otras palabras, según este autor la liberalización financiera facilita el desencadenamiento de los mecanismos necesarios para que aparezca una situación de fragilidad financiera. En esta segunda categoría de propuestas teóricas también se encuentran las teorías de sobreendeudamiento. La más completa es, quizás, la de McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999). Según su hipótesis del síndrome del sobreendeudamiento, la liberalización financiera de una economía facilita, bajo determinadas circunstancias (ausencia de un sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria, expectativas de rentabilidad de los proyectos de inversión demasiado optimistas...), el endeudamiento masivo de las unidades económicas privadas de la economía en cuestión. Dicho endeudamiento es financiado, además, mediante ahorro externo fundamentalmente. Dicho de otra manera, la liberalización financiera de una economía emergente puede dar lugar, según McKinnon y Pill, a un aumento excesivo de la deuda externa del país.

La tercera categoría de propuestas teóricas (epígrafe D) está formada por algunos estudios acerca de los efectos y causas de la innovación y desregulación financiera que han acompañado al proceso de globalización financiera. Esta categoría de propuestas se caracteriza, además, por no contener ningún modelo teórico, formal o informal. En definitiva, en este epígrafe se apuntan algunas ideas dispersas, provenientes de distintos autores, acerca de los cambios cualitativos a que da lugar un proceso de globalización financiera y a los efectos negativos que pueden generar dichos cambios. Entre estas propuestas destaca la de Eatwell (1996). Según dicho autor, el uso de productos financieros derivados, fruto del proceso de innovación y desregulación financiera –que a su vez proviene del proceso de globalización financiera– da lugar al aumento del riesgo en los mercados financieros internacionales; riesgo que, por cierto, dichos instrumentos pretendían paliar. También destaca Sias (1996), que se centra en el estudio de otro de los cambios cualitativos que la globalización financiera ha generado: la aparición de los grandes fondos de inversión colectiva. Según este autor dichos fondos generan, con su comportamiento, una mayor volatilidad en los mercados en los que operan.

La cuarta y última categoría de propuestas teóricas que se revisan en este capítulo (epígrafe E) son los modelos teóricos de crisis de balanza de pagos, y, en concreto, la segunda generación de este tipo de modelos<sup>6</sup>. El elemento común más importante (para el estudio teórico que aquí se pretende realizar) de esta generación de modelos radica en que, según éstos, las crisis financieras son fruto de un ataque especulativo que se desencadena como consecuencia de la suma de dos variables<sup>7</sup>. Una de estas variables es la aparición de un estado de vulnerabilidad financiera y la segunda es un cambio de expectativas por

---

<sup>6</sup> La literatura económica en este campo se ha desarrollado sensiblemente a raíz del estallido de las crisis asiáticas. Muchos autores hablan ya de una tercera generación de modelos. No obstante, en esta tesis se recurre a la segunda generación, dejando de lado la tercera generación por considerarla una mera versión (más completa en algunos aspectos) de las ideas principales contenidas en la segunda generación. Para comprender mejor las principales ideas y características de cada una de las generaciones de este tipo de modelos, es de gran utilidad García (2002).

<sup>7</sup> Siendo cada una de estas variables condiciones necesarias pero no suficientes.

parte de los agentes privados (es decir, los inversores internacionales) respecto de la rentabilidad o el riesgo de sus inversiones. Asimismo, algunos de estos modelos dejan entrever que es el proceso de globalización financiera el que facilita que se generen este tipo de mecanismos ya que algunos autores han otorgado un peso preponderante a variables tales como la liberalización financiera o como el pánico financiero (Chang y Velasco, 1998).

## **A. ENFOQUES NEOLIBERAL Y MARXISTA SOBRE LAS CAUSAS DE LAS CRISIS FINANCIERAS**

En este primer epígrafe se agrupan una serie de estudios teóricos que, a diferencia de los que se presentan en los epígrafes sucesivos, no van a servir de base para realizar la propuesta teórica que se presenta en el capítulo 2. No obstante, se ha dedicado un epígrafe de este primer capítulo a dichos estudios dada la importancia y trascendencia que los enfoques que aquí se exponen han tenido, y tienen, en la literatura económica contemporánea. Y es que en este primer epígrafe, se resumen brevemente las opiniones que tienen, sobre la globalización financiera y su potencial incidencia en las crisis financieras, las escuelas neoliberal por una parte y marxista por otra. Así, el elemento de unión entre estas dos categorías de estudios se reduce a que ninguna de las dos parece ser útil para desarrollar la propuesta teórica del siguiente capítulo.

Los motivos por los que las propuestas neoliberal y marxista no son útiles para comprender los nexos causales teóricos que pueden darse entre un proceso de globalización financiera, por una parte, y el estallido de una crisis financiera, por otra, son los siguientes. Por una parte, la escuela neoliberal no cree que ambas variables puedan estar unidas, ya sea directa o indirectamente. Por otra parte, el enfoque marxista considera que las causas del estallido de crisis financieras deben buscarse en aspectos reales de la economía y no en variables financieras.

Precisando un poco más, el enfoque neoliberal considera que la relación entre globalización y crisis no puede darse por dos motivos distintos. El primero de ellos es que la globalización financiera sólo presenta bondades. Entre ellas destaca la asignación más eficiente (incluso óptima) de los recursos. El segundo motivo radica en que las causas de una crisis financiera no pueden ser achacadas, desde este enfoque determinado, al funcionamiento libre de un mercado (en este caso, el de capitales). Así, la escuela neoliberal opta por

considerar que las causas de crisis financieras como las que sufrieron México en 1994 o Corea del Sur en 1997 se encuentran en errores de política económica cometidos por los dirigentes de los países que sufren este tipo de crisis. Por otra parte, según la escuela marxista, los estudios teóricos que asignan las causas de las crisis financieras a variables financieras pecan de un exceso de reduccionismo. Por este motivo, esta escuela no ha tratado los vínculos que puedan darse entre las variables “globalización” y “crisis”. Según este enfoque, las causas de las crisis financieras se encuentran más bien en aspectos reales, en concreto, en las contradicciones del proceso de acumulación capitalista. No obstante, como se verá al final de este epígrafe, sí existen algunos autores, considerados marxistas, que otorgan cierto peso a algunas variables financieras –como el pánico financiero o el comportamiento “maniaco-depresivo” de los mercados financieros internacionales– en la explicación del estallido de crisis financieras<sup>8</sup>.

## 1. ENFOQUE NEOLIBERAL

Desde el punto de vista del pensamiento ortodoxo, los procesos de globalización financiera no pueden tener efectos perniciosos tales como el estallido de crisis financieras: las ventajas de la globalización financiera son múltiples y entre ellas destaca una asignación más eficiente de los recursos a escala mundial (Greenspan, 1998 y Knight, 1998). Así, no puede existir un vínculo causal entre el fenómeno de la globalización financiera y el estallido de crisis financieras. Las causas de dichas crisis se encontrarían sobre todo en los errores de política económica cometidos por las autoridades de los países que sufren este tipo de *crashes*. A continuación se examinarán con más detalle las hipótesis neoliberales sobre los efectos de la globalización financiera (en primer lugar) y sobre las causas de los estallidos de crisis financieras como las

---

<sup>8</sup> Como se verá más delante, este tipo de variables son clave en las explicaciones keynesianas o post-keynesianas y están, además, estrechamente ligadas al proceso de globalización financiera.

que ocurrieron en México en 1994 o en Corea del Sur en 1997 (en segundo lugar).

Por lo que respecta a la globalización financiera, el pensamiento ortodoxo basa su idea de que dicho fenómeno presenta múltiples ventajas en la hipótesis de la eficiencia de los mercados –como subraya, por ejemplo, Eatwell (1996) o, como afirma Felix (1998) en una “macroversión” de dicha hipótesis–. Esta hipótesis sostiene que los mercados financieros son creadores y transmisores eficientes de información. La información consiste en un conocimiento exacto del valor real de las inversiones que se realizan. En otras palabras, las decisiones que toman los agentes que operan en este tipo de mercados responden siempre a un conocimiento óptimo de las condiciones de la inversión que van a realizar (tanto de su rentabilidad como de su riesgo). Partiendo de este supuesto, las ventajas que presenta el proceso de globalización financiera son, obviamente, ilimitadas. Las ventajas más destacadas pueden resumirse en lo siguiente.

La globalización de los mercados financieros abre la puerta a nuevas oportunidades, tanto de inversión (para los ahorradores) como de fuentes de financiación (para los consumidores de capital) (Greenspan, 1998). Esto redunda, por una parte, en la mejora de la gestión del riesgo (Greenspan, 1998); y, por otra, en la disminución del coste de la financiación (tanto si es propia como ajena) (Stulz, 1999). Los motivos son dos. En primer lugar, según Greenspan (1998), la globalización financiera se manifiesta fundamentalmente en una mejora de la comunicación e información en las operaciones realizadas en los mercados financieros –debida a la innovación tecnológica– y en la aparición de nuevas técnicas e instrumentos financieros (por ejemplo, los productos financieros derivados) destinados a mejorar la gestión del riesgo en las operaciones de inversión. Ambos fenómenos redundan en una disminución de los niveles de riesgo en las operaciones de inversión y dicha disminución implica una reducción proporcional en el coste de la financiación (Stulz, 1999).

Esto es así en la captación de financiación ajena, porque una menor prima de riesgo significa igualmente un menor tipo de interés, con lo que los demandadores de fondos ven cómo se reduce el coste de su deuda. En cuanto a la captación de fondos propios, Stulz (1999) afirma que el aumento del volumen de información que circula en los mercados financieros y las mejoras en la comunicación permiten reducir los costes de agencia que se generan en las operaciones de, por ejemplo, ampliación de capital. En segundo lugar, el aumento de las oportunidades de inversión significa una mayor facilidad, para los agentes financieros inversores, de diversificar sus carteras de inversión. Y, como es bien sabido, la diversificación de una cartera de inversión se traduce en una reducción del riesgo ponderado del conjunto de la cartera<sup>9</sup> (Stulz, 1999).

Como ya se ha señalado, la disminución del riesgo y del coste de la financiación conlleva una mejora en la asignación de los recursos a escala mundial (Greenspan, 1998). De este modo, la globalización financiera, desde un punto de vista ortodoxo, potencia los niveles de ahorro e inversión a escala internacional. Greenspan (1998) va más lejos en esta línea de razonamiento: según este autor, la globalización financiera facilita “el flujo de comercio e inversión directa, que tan patentemente están contribuyendo a niveles de vida mayores que nunca en todo el mundo” (Greenspan, 1998, p. 243).

Sin embargo, según esta misma escuela de pensamiento, la globalización financiera presenta, si no una desventaja, sí un reto para las autoridades económicas de los países inmersos en el proceso de mundialización financiera. Y es que los responsables de llevar a cabo la política económica se ven obligados a mejorar su gestión. Esto es así por dos razones. En primer lugar, los mayores niveles de conocimiento de los agentes financieros hacen que la gestión macroeconómica de los diferentes países se vea constantemente reevaluada, con lo que los errores de política económica son rápidamente

---

<sup>9</sup> Siempre y cuando la correlación de los riesgos de los distintos componentes de la cartera sea negativa y no nula.

castigados por los agentes financieros<sup>10</sup>; cosa que no ocurre si el país está en un régimen de autarquía financiera (Eatwell, 1996). En segundo lugar, la globalización financiera aumenta la interdependencia de las distintas economías, facilitando la transmisión de *shocks* económicos (a través de los mercados financieros) de unos países a otros e incluso de unas regiones a otras (Greenspan, 1998 y Knight, 1998). Por tanto, la responsabilidad de cada gobierno de llevar a cabo una buena gestión en materia de política económica es mayor en un mundo en el que los mercados financieros están globalizados; ya que las consecuencias de sus errores repercuten a mayor escala.

Por lo que respecta al análisis teórico de las causas de las crisis financieras, la escuela ortodoxa atribuye las causas de las crisis financieras –en economías capitalistas– a “conmociones exógenas” (Felix, 1998 y Minsky, 1977). En otras palabras, las causas de las crisis son externas al sistema capitalista en sí; o, lo que es lo mismo, el sistema capitalista es intrínsecamente estable. Estos *shocks* exógenos se dividen, según Felix (1998), en dos grupos: las “manchas solares” y las “sorpresas normativas”. Las manchas solares son “acontecimientos no políticos inevitables, por ejemplo, sismos, huracanes, la corriente de El Niño” (Felix, 1998, p. 140). En cuanto a las sorpresas normativas, el autor las define como “cambios en la política gubernativa o restricciones al intercambio que pillan desprevenidos a los operadores” (Felix, 1998, p. 140). Así, los errores de política económica que se acaban de mencionar se incluirían en el segundo tipo de causas, esto es, en las sorpresas normativas. Dejando al margen aquellas crisis provocadas por hechos repentinos e inevitables (las “manchas solares”), los economistas ortodoxos atribuyen las causas de las crisis directamente a la gestión de la política económica de los países que las sufren.

---

<sup>10</sup> En este sentido, Felix (1998) afirma que, desde el punto de vista ortodoxo, la especulación financiera actúa como una “fuerza estabilizadora”.

Para argumentar que las crisis responden a errores de las autoridades económicas de los países que las sufren, los economistas neoliberales (Bordo y Schwartz, 1996 y Schwartz, 1998) recurren, como base teórica, a los llamados “modelos teóricos de crisis de balanza de pagos de primera generación” (Connolly y Taylor, 1984; Flood y Garber, 1984 y Krugman, 1979).

Se verán ahora, de forma breve, las ideas principales contenidas en dichos modelos de primera generación. Desde el punto de vista que se mantiene en esta tesis, el rasgo más definitorio de un modelo de primera generación es que considera que las crisis financieras son fenómenos inevitables y predecibles, y que ocurren como consecuencia de la incompatibilidad de unas políticas económicas con otras (Bustelo *et al.*, 2000). Esta generación de modelos nace en 1979 con la aportación de Krugman, que elabora un modelo en el que considera que las causas de las crisis se encuentran en la incompatibilidad de la política monetaria con la política cambiaria; cuando dicha política cambiaria consiste en establecer un régimen de tipo de cambio fijo<sup>11</sup>. La idea principal es que la política de tipo de cambio fijo es insostenible si las políticas fiscal y monetaria no se supeditan a los objetivos en materia cambiaria. Para que las políticas fiscal o monetaria se supediten al objetivo en materia cambiaria, dichas políticas deben ser restrictivas. Para demostrarlo, el análisis de primera generación parte del balance simplificado de un banco central:  $M = R + C$ ; en el que  $M$  es la masa monetaria,  $R$  representa las reservas en divisas del país y  $C$  es el crédito interno. Si la política fiscal no es restrictiva, el déficit público crecerá y el gobierno acudirá al banco central en busca de financiación; esto es, se producirá un aumento de  $C$  ( $\Delta C$ )<sup>12</sup>. Dada la igualdad  $M = R + C$ , el aumento del

---

<sup>11</sup> En estos modelos, también se considera la posibilidad de que el régimen cambiario no sea fijo sino semi-fijo. No obstante, no se va a considerar este caso particular en este resumen, con el fin de simplificar la explicación de los modelos de primera generación.

<sup>12</sup> En estos modelos, se considera que el gobierno no está capacitado para emitir deuda pública por lo que la única forma de financiar el déficit público es solicitando financiación al banco central. Asimismo, estos modelos consideran que el gobierno es la única institución que puede acudir a las autoridades monetarias en busca de este tipo de financiación; mientras que a la red bancaria local no le está permitido solicitar este tipo de financiación. En otras palabras, el

crédito deberá financiarse, bien con un aumento equivalente de la masa monetaria (monetización), bien con una disminución de las reservas en divisas. Si hay monetización, no se podrá mantener el tipo de cambio fijo ya que el aumento de la masa monetaria provocará una pérdida de valor de la moneda. Si, por el contrario, el déficit se financia con cargo a reservas, se irán agotando las divisas en manos del banco central. Según estos modelos, las autoridades monetarias descartarán la primera alternativa que redundaría en un abandono casi inmediato del ancla nominal de sus monedas. La elección de la segunda fuente de financiación (la venta de divisas) conducirá a un agotamiento paulatino de dichas reservas si el crecimiento del déficit público se mantiene.

A largo plazo, una situación de estas características desembocaría en el abandono del ancla porque, una vez agotadas las reservas, la financiación del déficit debería realizarse con masa monetaria por lo que no se podría mantener el tipo de cambio fijo (si  $R=0$ ,  $\Delta C=\Delta M$ ). Sin embargo, esta situación no llegará a producirse debido a la capacidad predictiva de los agentes que operan en los mercados financieros<sup>13</sup> y que tienen moneda local en sus carteras. En efecto, si estos agentes esperaran al agotamiento total de las reservas en divisas del banco central, empezaría a crecer la masa monetaria y sus carteras perderían valor. Por tanto, los agentes se adelantarán al agotamiento de las reservas, vendiendo sus activos de moneda local. En ese momento, se inicia un ataque especulativo contra la moneda al que las autoridades monetarias no pueden responder, con lo que se acaba abandonando el régimen cambiario y se produce una pérdida brusca del valor de la moneda. Resumiendo, la adopción de unas políticas fiscal y monetaria expansivas resulta ser incompatible con el mantenimiento de un régimen cambiario de tipo de cambio fijo. En términos generales, puede decirse que la crisis financiera es el fruto de un error de

---

aumento de  $C$  solamente puede responder a un aumento del déficit público y la aparición de un déficit público sólo puede traducirse en un aumento de  $C$ .

<sup>13</sup> Otro supuesto de partida de estos modelos consiste en que los agentes que operan en los mercados financieros tienen una capacidad predictiva “sofisticada”, lo que en el modelo de Krugman (1979) se denomina previsión perfecta (*perfect foresight*).

política económica cometido por las autoridades económicas y monetarias del país que sufre la crisis.

Resulta obvio que estos modelos de primera generación (Krugman, 1979; Flood y Garber, 1984 y Connolly y Taylor, 1984) solamente podrían servir para explicar aquellas crisis que se desencadenan en economías en las que previamente se han registrado un aumento del déficit público y la monetización de dicho déficit. Sin embargo, algunos autores ortodoxos (Bordo y Schwartz, 1996) arguyen que la hipótesis central de dichos modelos sirve para explicar el desencadenamiento de cualquier tipo de crisis financiera. Esto es, las crisis responden siempre a un determinado error de política económica<sup>14</sup>. Lo que sí puede variar de una crisis a otra es el error en el que incurren los responsables de la política económica. O lo que es lo mismo, las crisis son siempre consecuencia de un deterioro de los *fundamentals* (parámetros económicos fundamentales) en el periodo previo al estallido de las crisis, pero estos *fundamentals* varían de una crisis a otra. Es cierto que, siguiendo esta hipótesis central, se han elaborado otros modelos teóricos que tratan de mostrar cómo otros fallos por parte de las autoridades económicas conducen de forma irremediable al estallido de una crisis. En este sentido, cabe destacar la aportación de Dooley (1997) en la que la incompatibilidad de políticas surge entre una política de crédito restrictiva y la concesión, por parte del gobierno, de garantías institucionales a los agentes nacionales. Sin embargo, la mayoría de las más recientes aportaciones realizadas a la literatura teórica de crisis de tipo de cambio superan la hipótesis central de los modelos de primera generación y se engloban en los modelos de segunda generación (modelos que serán estudiados en el epígrafe E de este capítulo).

Resulta obvio que el planteamiento neoliberal no resulta de utilidad para respaldar, desde el punto de vista teórico, la hipótesis central de esta tesis. En

---

<sup>14</sup> Siempre y cuando no sean el fruto de una “mancha solar”.

esta tesis se defiende que la globalización financiera desempeña un papel destacado en el desencadenamiento de crisis financieras y se trata de respaldar dicha hipótesis tanto desde el punto de vista teórico como desde el empírico. La postura ortodoxa simplemente niega este posible vínculo, argumentando que la globalización financiera tan sólo conlleva ventajas y que la “culpa” de las crisis la tienen los gobiernos nacionales que, afortunadamente, ahora son juzgados de forma más realista gracias a las dimensiones que ha alcanzado el actual proceso de globalización financiera. Llegados a este punto, no se va a realizar una crítica teórica ni una contrastación empírica de las hipótesis neoliberales al respecto de la globalización y del estallido de crisis financieras, ya que dicha tarea alejaría la argumentación del objeto central de este estudio. Existen múltiples estudios dedicados a analizar si la globalización financiera ha generado los beneficios económicos que la postura más liberal le atribuye (Eatwell, 1996; Felix, 1995). Por lo que respecta a los modelos de crisis de balanza de pagos de primera generación, existen también diversos estudios que analizan su capacidad explicativa para este tipo de fenómenos –algunos de ellos citados en Bustelo *et al.* (2000)–. En realidad, parece que el objetivo de la escuela de pensamiento más convencional es principalmente –en este tema y en muchos otros– atribuir la “culpa” de los problemas económicos de cualquier índole a cualquier agente que no sea el mercado. Parece que, por lo que respecta a las crisis financieras, este papel le ha tocado a los gobiernos de los países que sufren la crisis. Así, la discusión sobre la validez de los modelos teóricos de primera generación consistiría fundamentalmente en buscar quién tiene la “culpa” de que estallen las crisis (¿el gobierno o el mercado?); y este no es el objetivo de esta tesis. Esta tesis tan sólo trata de establecer un vínculo causal (teórico y empírico) entre dos variables: la globalización financiera y el estallido de crisis financieras, independientemente de la naturaleza pública o privada de los agentes que intervienen en el proceso. Asimismo, el motivo de mayor peso por el que se considera que las hipótesis neoliberales antes descritas no son capaces de explicar el estallido de crisis financieras en toda su complejidad es fundamentalmente el siguiente. Obviar la participación de

ciertos mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales en la explicación de las causas de una crisis financiera es, básicamente, una negación de la realidad.

## 2. PROPUESTA MARXISTA

La literatura teórica marxista no ha tratado –al menos de forma exhaustiva– el posible vínculo entre el fenómeno de la globalización financiera y el estallido de crisis financieras. Esto no significa, sin embargo, que la escuela marxista omita el análisis de la globalización financiera o de las crisis financieras. Simplemente la mayoría de los autores pertenecientes a esta escuela considera que las crisis financieras encuentran su origen en problemas reales y no financieros. Esto es, las causas del estallido de las crisis financieras radican en la contradicción del propio sistema de acumulación capitalista (Beams, 1998; Giussani, 1999; McNally, 1998; Yaffe 1997). Esta idea nace del propio Marx. Véase esto a continuación. Al producirse un bien, la contribución del factor trabajo al valor añadido supera la remuneración que percibe dicho factor de producción por su aportación (es decir, el salario). De este modo, se genera un beneficio para el empresario que permite que se produzca una acumulación de capital. Con dicha acumulación, la tasa de beneficio por unidad de capital acumulado irá cayendo. O lo que es lo mismo, se dará una disminución a largo plazo de la rentabilidad del capital productivo. Al disminuir la rentabilidad, también disminuirá la solvencia a medida que van venciendo las deudas que financian la actividad empresarial. Dados los problemas de solvencia, las empresas aumentarán su demanda de dinero como medio de pago para poder devolver la deuda ya contraída, lo cual presionará al alza los tipos de interés hasta el punto de que el crédito quede restringido. En ese momento se producirá una insolvencia generalizada que dará lugar al estallido de una crisis con los procesos de deflación y liquidaciones forzadas que ello conlleva (Giussani, 1999; Beams, 1998).

Así, las causas de las crisis financieras se encuentran en la caída de la tasa de beneficio y en la naturaleza del sistema crediticio que permite "la disociación de la dinámica de la renta de los capitalistas monetarios (los intereses) respecto de la dinámica de las rentas de los capitalistas productivos (el beneficio)" (Giussani, 1999, p. 1). En términos generales, las causas de las crisis financieras están en la propia naturaleza del sistema capitalista. Resulta lógico, pues, que los autores marxistas más "puros" no traten de estudiar el papel de la globalización financiera (o de cualquier variable exclusivamente financiera) en el estallido de las crisis financieras en economías capitalistas. Según Beams (1998), las explicaciones de las crisis basadas en variables financieras son meras descripciones de este tipo de procesos, careciendo de capacidad analítica. Las crisis son el fruto, como se acaba de señalar, de procesos de mayor envergadura, esto es, la sobreacumulación del capital y el desarrollo de la sobreproducción. Por lo que respecta al proceso de globalización (entendido en un sentido amplio), no es más, desde este punto de vista, que la ampliación del sistema capitalista a escala mundial. De esto se deduce que la globalización se limita a permitir que se desencadenen crisis de acumulación capitalistas en un mayor número de países (McNally, 1998).

Sin embargo, existe un grupo de autores marxistas que –aun partiendo de la hipótesis marxista de crisis financieras– contemplan la posibilidad de que algunas variables financieras ayuden a explicar las causas del estallido de cierto tipo de crisis financieras; sobre todo si se trata de crisis financieras internacionales (Aglietta, 1998; Aglietta y de Boissieu, 1999; Amin 2000; Callinicos, 1998; Chesnais, 2000; Duménil y Lévy, 2000 y Hahnel, 1997). Por ejemplo, Callinicos (1998) y Duménil y Lévy (2000) afirman que para comprender la verdadera naturaleza de las crisis, hay que añadirle una dimensión financiera al análisis marxista, como puede ser la introducción del pánico financiero como variable explicativa (Callinicos, 1998) o la creciente movilidad en el sector financiero (Duménil y Lévy, 2000). Por su parte, Hahnel (1998) hace hincapié en el carácter "maniaco-depresivo" del sistema

capitalista, que se manifiesta en euforias y pánicos financieros. Pero parece que existen pocos autores de origen marxista que exploren a fondo el vínculo entre la globalización financiera y las crisis financieras. Entre ellos se destaca Chesnais (2000)<sup>15</sup>.

Chesnais (2000) parte de la hipótesis marxista de sobreproducción y sobreacumulación del capital pero considera que el fenómeno de la financiarización de la economía está adquiriendo tales dimensiones que las causas de las crisis financieras recientes (y probablemente de las futuras) se encuentran (y se encontrarán) cada vez en mayor proporción en la esfera financiera. Desde su punto de vista (Chesnais, 2000), la financiarización de la economía ha coincidido con un aumento paralelo de la inestabilidad financiera, que se debe a tres fenómenos. El primero de ellos es el carácter especulativo de los mercados bursátiles y de los mercados de productos derivados que se plasma, entre otras cosas, en el carácter ficticio del capital bursátil, en el comportamiento mimético de los agentes financieros que favorece la creación de burbujas especulativas y en el aumento de la correlación de los precios de algunos productos (como por ejemplo de los derivados respecto de sus correspondientes subyacentes). Una segunda fuente de inestabilidad es el debilitamiento del sistema financiero, provocado por el auge de las instituciones financieras no bancarias que son, según el autor, las grandes beneficiarias del proceso de mundialización financiera. La tercera y última fuente de inestabilidad financiera nace del hecho de que algunos sectores están adoptando el carácter especulativo de los mercados financieros (por ejemplo y sobre todo, los mercados inmobiliarios y de materias primas). Chesnais (2000) sostiene asimismo que esta inestabilidad financiera se ve acentuada con el

---

<sup>15</sup> Otro autor, a menudo considerado marxista, que ha tratado de cerca el análisis de las crisis financieras y su relación con el entorno financiero internacional es Aglietta (Aglietta, 1998 y Aglietta y de Boissieu, 1999). Sin embargo, no se incluirá el estudio de las ideas de Aglietta en este breve resumen por tratarse, en este punto concreto, de un planteamiento claramente postkeynesiano.

proceso de mundialización financiera, estableciendo así una relación causal entre globalización (o mundialización financiera) y crisis financieras.

Resumiendo, los autores marxistas “puros” no pueden ser de utilidad para establecer un vínculo causal teórico entre la variable “globalización financiera” y la variable “crisis financiera” ya que consideran que las crisis son el fruto de un proceso económico real de mayor envergadura. Por otra parte, entre los autores marxistas del “segundo grupo”, escasean los análisis teóricos exhaustivos sobre la relación entre ambas variables. Es más, gran parte de los vínculos causales que estos autores plantean tiene su origen en la literatura keynesiana o post-keynesiana sobre crisis financieras y funcionamiento de los mercados financieros (como se verá en este capítulo). Por ejemplo, el concepto de pánico financiero mencionado por Callinicos (1998) es tratado con mayor detalle en algunos modelos de crisis cambiarias de segunda generación (Chang y Velasco, 1998) y la idea de que la economía financiera se caracteriza por su comportamiento maníaco-depresivo (Hahnel, 1998) nace de los estudios de Kindleberger (1978) y Minsky (1977 y 1986). Por estos motivos, se puede decir que la literatura keynesiana o post-keynesiana sobre crisis financieras tiene un mayor potencial que la marxista para hallar un vínculo causal teórico entre el proceso de globalización financiera y el estallido de un determinado tipo de crisis financieras. Esta elección no tiene por qué interpretarse como un rechazo del planteamiento marxista sobre las crisis. Es más, en algunos puntos, ambos grupos de hipótesis podrían ser incluso compatibles. Aunque, según Beams (1998), la literatura “burguesa” (Beams, 1998, p. 3) se limita a describir los procesos de crisis sin analizarlos en profundidad; siendo menos críticos con ambas escuelas, cabría considerar que la literatura keynesiana o post-keynesiana se ocupa de las causas próximas de las crisis, dejando a los expertos marxistas el estudio de las causas últimas como puede ser el funcionamiento o la naturaleza del propio sistema capitalista. Éste no es, no obstante, el objeto de esta tesis, que conviene recordar una vez más: este estudio pretende desentrañar el papel que puede desempeñar la globalización financiera en el

estallido de crisis financieras de las características de las que sufrieron México en 1994 o Corea del Sur en 1997. Por este motivo, se repasarán a continuación (y hasta el final de este capítulo) la literatura teórica –considerada keynesiana y post-keynesiana– que ha tratado de investigar el posible vínculo entre el proceso de globalización financiera y el estallido de crisis financieras.

## **B. ENFOQUE HETERODOXO SOBRE LAS CARACTERÍSTICAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

Hay una serie de autores que si bien no han tratado de relacionar el proceso de globalización financiera con el mayor estallido de crisis financieras, sí han denunciado algunas imperfecciones de los teóricamente eficientes mercados financieros internacionales y han tratado de demostrar cómo la globalización financiera puede incidir en dichas imperfecciones, aumentándolas.

A lo largo de este epígrafe, se irá viendo que la mayoría de las posiciones keynesianas o post-keynesianas sobre los efectos de la globalización financiera son, en realidad, una crítica (implícita o explícita) a la hipótesis ortodoxa que afirma que la globalización financiera permite una asignación más eficiente de los recursos a escala mundial. Dicha hipótesis se basa en una serie de supuestos entre los que se encuentra el supuesto de la eficiencia de los mercados financieros y, más concretamente, el de la eficiencia en la transmisión de información de dichos mercados. Este supuesto se basa, como ya se ha señalado, en que la información se transmite de forma perfecta en los mercados financieros y que, por tanto, todos los agentes que participan en dicho mercado tienen la misma cantidad y calidad de información sobre el riesgo y la rentabilidad de las operaciones que pretenden realizar.

Pues bien, la hipótesis que se va a analizar en este epígrafe es la que pone en tela de juicio este supuesto de la eficiencia de los mercados financieros. En otras palabras, los autores que se estudiarán a continuación ponen en duda el hecho de que los mercados financieros sean buenos transmisores de información y que todos los agentes que participan en el mercado tengan el mismo grado y la misma calidad de información. La crítica de uno de los supuestos de la hipótesis ortodoxa es, en realidad, una puesta en duda de la propia hipótesis. Por lo tanto, lo que estos autores discuten es si la

globalización financiera va a permitir una asignación más eficiente de los recursos a escala mundial o si, por el contrario, va a conllevar una serie de perjuicios.

El epígrafe empezará estudiando la clasificación de Tobin (1984) de las distintas clases de eficiencia que la literatura ortodoxa atribuye a los mercados financieros. En segundo lugar, se repasará la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) que considera no solamente que los mercados financieros no cumplen los requisitos de eficiencia que les atribuye la literatura ortodoxa –siendo los mercados financieros ineficientes como evaluadores de parámetros fundamentales y como aseguradores de contratos–; sino que, además, dichas ineficiencias se ven exacerbadas cuando los mercados financieros dejan de ser nacionales para ser globales.

## 1. CLASIFICACIÓN DE LAS EFICIENCIAS DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Tobin (1984) ha analizado el supuesto de la eficiencia de los mercados financieros. Aunque su análisis no incluye el estudio del impacto de la internacionalización en dicha eficiencia, su estudio sí sirve de base para teorías posteriores sobre la información en los mercados financieros internacionales. Según Tobin, la eficiencia de los mercados financieros puede manifestarse de cuatro formas distintas. Éstas son: la eficiencia como arbitraje basado en la información (*information-arbitrage efficiency*), la eficiencia como evaluación de los parámetros fundamentales (*fundamental-valuation efficiency*), la eficiencia como seguro de los contratos (*full-insurance efficiency*) y, por último, la eficiencia funcional (*functional efficiency*).

Por lo que respecta a la eficiencia como arbitraje basado en la información, Tobin se refiere a la capacidad de los mercados de reflejar en los precios de los activos el cambio que puede provocar en dichos precios

cualquier nueva información o nuevo acontecimiento. Esto se da, por ejemplo, cuando la noticia de que una determinada empresa está atravesando dificultades financieras provoca una caída en el valor de las acciones de dicha empresa antes de que cualquier agente individual pueda beneficiarse del cambio de valor provocado por la noticia: el mercado en su conjunto ha descontado la información del precio de la acción antes que cualquier agente individual. En cuanto a la eficiencia en la evaluación de los parámetros fundamentales, se trata de la capacidad de los mercados de reflejar fielmente en el precio de los activos financieros la situación de los parámetros reales que subyacen al activo. Por ejemplo, un mercado es eficiente en este sentido si el valor de una divisa refleja con exactitud la posición económica del país frente al resto del mundo o si el valor de una acción se corresponde con la situación real de la empresa que representa. La tercera acepción de la eficiencia de los mercados financieros es la eficiencia como seguro de los contratos, es decir, que el funcionamiento de los mercados financieros garantiza que las condiciones de los contratos financieros que en ellos se firman se cumplen. Esto es así cuando, por ejemplo, la emisión de un título de deuda por parte de una empresa y la posterior compra del título por parte de un particular implican la garantía de que tanto los intereses como el principal de dicho título van a ser reembolsados al comprador del título (a pesar de las contingencias que puedan surgir) por el mero hecho de tratarse de un producto financiero que se transa en un mercado financiero eficiente. La cuarta y última definición de la eficiencia es la de la eficiencia funcional: un mercado financiero es eficiente desde el punto de vista funcional si es capaz de llevar a cabo correctamente el papel intermediario financiero. Según Tobin, la eficiencia funcional incluiría la gestión del riesgo, la garantía de los contratos financieros y la asignación de los recursos (transformando el ahorro en inversión) de forma productiva (Tobin, 1984).

## 2. ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN E INCUMPLIMIENTO DE LOS CONTRATOS

Hermalin y Rose (1999) ahondan, desde el punto de vista teórico, en la eficiencia de los mercados financieros y en cómo se ve afectada dicha eficiencia cuando los mercados financieros locales se internacionalizan. Según los autores, los mercados financieros, sean del tipo que sean, sufren dos problemas. El primero de ellos es el de la asimetría de la información. Que la información en los mercados financieros es asimétrica significa que ésta se distribuye de modo desigual entre los distintos agentes que participan en el mercado. En el caso de los contratos de deuda, el prestatario siempre va a tener más y mejor información que el acreedor sobre la rentabilidad esperada del proyecto para el que se está endeudando. El segundo tipo de problema que se da en los mercados financieros está relacionado con la solidez del entorno institucional o legal en el que se firman los contratos financieros. Si dicho entorno es débil, las condiciones, derechos y obligaciones del contrato no quedarán garantizadas para ninguna de las partes. Según Hermalin y Rose, ningún mercado financiero ofrece un entorno institucional lo suficientemente sólido como para garantizar el cumplimiento total del contrato financiero.

Puede decirse que, con su hipótesis, Hermalin y Rose (1999) están evaluando, desde el punto de vista teórico, dos de las cuatro manifestaciones de la eficiencia de los mercados financieros planteadas por Tobin (1984). Por una parte, con el argumento de la asimetría de la información, en realidad, Hermalin y Rose (1999) están tratando de justificar, desde el punto de vista teórico, por qué no puede darse la eficiencia de los mercados financieros como evaluadores de parámetros fundamentales. Efectivamente, si el acreedor de un título de deuda tiene menos información que su deudor sobre la rentabilidad de la inversión para la que se genera el contrato de deuda, esto equivale a decir que el deudor tiene más y mejor información que el acreedor sobre la rentabilidad de la inversión del acreedor (es decir sobre la rentabilidad del

crédito en sí). Por lo tanto, el acreedor o el mercado en su conjunto no tienen el grado de información suficiente para evaluar correctamente ni el valor del título de deuda, ni el valor de la empresa (que se está endeudando para realizar un proyecto de inversión), ni el propio proyecto de inversión del deudor, ni el valor de la entidad financiera que está concediendo el crédito. Por otra parte, el supuesto de que puede existir un marco institucional o legal demasiado débil como para que el cumplimiento de los contratos financieros quede garantizado equivale a afirmar que los mercados financieros no cumplen sistemáticamente el tercer tipo de eficiencia, esto es, la eficiencia como seguro de los contratos. La asimetría de la información y la garantía incompleta de los contratos hacen que los acreedores incurran en el riesgo de impago, ya sea porque desconocen la rentabilidad del proyecto para el que han concedido la financiación, ya sea porque el sistema legal no les ofrece una garantía total en el caso de que el deudor incumpla sus obligaciones de pago, ya sea por ambas causas.

Según Hermalin y Rose (1999), el riesgo de impago provocado por la ineficiencia de los mercados financieros da lugar a dos tipos de problemas. Por una parte, los prestatarios tendrán que pagar un precio mayor para adquirir financiación que si los mercados fueran eficientes. Es decir, al tipo de interés sin riesgo se le sumará la prima de riesgo y éste aumentará. En consecuencia, por otra parte, el volumen total de crédito concedido en la economía será menor que el que se contrataría en un mercado perfecto, dado su mayor precio.

Según los autores de esta hipótesis, ambos problemas (la asimetría de la información y la garantía incompleta de los contratos) aumentan cuando el mercado financiero deja de ser local y se convierte en un mercado internacional. El razonamiento es el siguiente. Por lo que respecta a la asimetría de la información, ésta se ve exacerbada cuando ambos agentes (deudor y prestamista) pertenecen a economías muy dispares. Si el prestamista ya tenía menos información que el prestatario acerca de la rentabilidad del proyecto para el que se solicita el crédito cuando prestamista y prestatario

pertenecían a la misma economía, la diferencia entre los niveles de información se acrecienta cuando el prestatario pertenece a una economía diferente de aquélla en la que el prestamista está acostumbrado a operar. Por lo que respecta a la garantía incompleta de los contratos financieros, según Hermalin y Rose, dicha garantía se vuelve aún más débil cuando un agente opera en un mercado que no es el suyo. Según los autores esto último sería así por cuatro motivos. En primer lugar, los prestamistas extranjeros tienen menor conocimiento del funcionamiento del entramado legal de un país que los agentes nativos. En segundo lugar, en algunos países, resulta más eficaz recurrir al sistema “para-legal” para obtener mayores garantías sobre el cumplimiento de contratos y los agentes nativos suelen estar más familiarizados con el sistema “para-legal” que los agentes foráneos. En tercer lugar, algunos sistemas legales tienen sesgos nacionalistas es decir, el entramado institucional y jurídico de algunos países tiende a conceder mayores privilegios a los agentes económicos locales que a los foráneos. En cuarto y último lugar, el derecho bancario nacional de la mayoría de los países que participan en el proceso de globalización financiera suele estar mucho más asentado y ofrecer mayores garantías a los agentes económicos que el derecho privado internacional. Por tanto, es difícil que las operaciones financieras transnacionales encuentren en el derecho internacional las mismas garantías que encuentran las operaciones financieras locales en el derecho nacional.

Así pues, según Hermalin y Rose (1999), los mercados financieros locales sufren, por su propia naturaleza, unas deficiencias que se ven incrementadas cuando dichos mercados se internacionalizan. Pero además, según los mismos autores, existen dos tipos añadidos de problemas que no se dan en los mercados locales y que, sin embargo, aparecen cuando se realizan operaciones financieras transnacionales. Éstos son el riesgo soberano (*sovereign risk*) y el desbordamiento monetario (*monetary spillover*). El riesgo soberano es la posibilidad de que un gobierno declare la moratoria de su deuda extranjera (como ocurrió con el gobierno mexicano en 1982). Por su parte, con

el desbordamiento monetario, Hermalin y Rose se refieren a las repercusiones monetarias locales que provoca la entrada de capital extranjero. La entrada de capital extranjero da lugar al aumento de las reservas de un país, lo cual provoca un aumento de la masa monetaria que, a su vez, puede provocar inflación, burbujas especulativas o subidas en el tipo de cambio.

Si la principal consecuencia de los problemas de la asimetría de la información y de la falta de garantías en los mercados financieros locales es el riesgo de impago en las operaciones de deuda, dicho riesgo de impago se ve incrementado cuando los mercados financieros se internacionalizan (al verse exacerbados ambos problemas). En otras palabras, según Hermalin y Rose (1999), la globalización financiera provoca un aumento del riesgo en los mercados financieros. Retomando la clasificación de Tobin (1984) de los diferentes tipos de eficiencia que la literatura ortodoxa atribuye a los mercados financieros, se puede decir, siguiendo las hipótesis de Hermalin y Rose (1999), que la internacionalización de los mercados financieros provoca una caída de la eficiencia de dichos mercados como evaluadores de parámetros fundamentales y como aseguradores de contratos.

## C. TEORÍAS DE FRAGILIDAD FINANCIERA

En este epígrafe se abordará el estudio de las teorías de fragilidad financiera que se consideran más relevantes en la literatura teórica y que resultan más útiles para hacer una aproximación al estudio de los vínculos causales entre el fenómeno de la globalización financiera y el del estallido de crisis financieras en economías emergentes. Estas teorías pueden agruparse en dos categorías. Por una parte está la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998) que, además de ahondar en las características de los mercados financieros, hace una propuesta teórica para explicar cómo se genera el estado de vulnerabilidad financiera que conduce a una crisis. Como se verá en el análisis de las ideas expuestas por este autor, en su opinión, la liberalización financiera (esto es, la inclusión de un país en el proceso de globalización financiera) puede ser una variable relevante para explicar el estallido de crisis financieras si dicho estallido se produce en una economía emergente. La segunda categoría de teorías está formada por aquéllas que tienen como denominador común la explicación de la aparición del estado de fragilidad financiera como el fruto de un proceso de sobreendeudamiento<sup>16</sup>. Se estudiará en primer lugar la hipótesis de Minsky (1977 y 1986) y la adaptación de su teoría a una economía abierta (Kregel, 1998a); y, en segundo lugar, se hará un repaso del modelo de sobreendeudamiento de McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) en el que, en realidad, simplemente se formalizan en un modelo teórico la mayoría de las hipótesis expuestas con anterioridad.

### 1. HIPÓTESIS DE LA INESTABILIDAD FINANCIERA (MISHKIN)

El concepto de la asimetría de la información ha servido de base para el desarrollo de numerosas teorías sobre el funcionamiento de los mercados

---

<sup>16</sup> Con esto no se está insinuando que Mishkin (1996 y 1998) excluya esta posibilidad, sino simplemente que el sobreendeudamiento no es la variable clave de su hipótesis, a diferencia de lo que ocurre con el segundo grupo de teorías.

financieros<sup>17</sup>. Una de las teorías más importantes (desde el punto de vista de esta tesis) es la elaborada por Mishkin (1996 y 1998). Según sus propias palabras, lo que pretende Mishkin es elaborar “una teoría de la inestabilidad financiera basada en la información asimétrica que señala las fuerzas fundamentales que dañan tanto el sector financiero como la actividad económica” (Mishkin, 1998, p. 1). Según el autor, esas fuerzas fundamentales, que serán estudiadas más adelante, pueden dañar la estructura financiera y económica de un país hasta el punto de provocar en él una crisis financiera. Así, según Mishkin, una crisis financiera provocada por este tipo de elementos consistiría en “una interrupción no lineal de los mercados financieros en la que los problemas de selección adversa y de riesgo moral empeoran, de modo que los mercados financieros son incapaces de canalizar de modo eficiente los fondos a los agentes que disponen de las oportunidades de inversión más rentables” (Mishkin, 1996, p. 17).

Las siguientes páginas desarrollarán un estudio detallado de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998). En primer término, se verá cuáles son, según el autor, las características de los mercados financieros. En segundo lugar, se hará un repaso de los elementos que constituyen su hipótesis. En tercer lugar, se estudiarán los mecanismos de propagación de la inestabilidad financiera según la teoría de Mishkin, para, por último, repasar cuál es el vínculo (o los vínculos), según el autor, entre la globalización financiera y el aumento de la vulnerabilidad financiera.

---

<sup>17</sup> Griffith-Jones (1998) realiza un *survey* de las teorías basadas en el supuesto de la asimetría de la información. Entre ellas, destacan las aportaciones de Bernanke (1983), Calomiris y Gorton (1991), Davis (1992), Guttentag y Herring (1984), Mankiw (1986) y Stiglitz y Weiss (1981). Dichas aportaciones no han sido incluidas en el repaso de la literatura teórica porque, si bien relacionan los problemas de asimetría de la información con el desencadenamiento de crisis financieras, no incluyen de modo alguno la internacionalización de los movimientos de capital en su análisis.

## 1.1. Características de los mercados financieros

Antes de entrar en un estudio detallado de la hipótesis de Mishkin, cabe repasar algunos planteamientos previos del autor sobre el funcionamiento de los mercados financieros para poder comprender también qué entiende el autor por “crisis financiera”. Desde su punto de vista, la labor de intermediación que ejerce el sistema bancario en un país (ya sea éste industrializado o subdesarrollado) es crucial para el buen funcionamiento de la economía. Sin embargo, ningún sistema bancario, por sofisticado que sea, puede funcionar perfectamente a causa de la asimetría de la información. El concepto de asimetría de la información introducido por Mishkin (1996 y 1998) es el mismo que el que plantean Hermalin y Rose (1999) en su análisis: la asimetría de la información es una situación en la que la información que tiene una de las partes de un contrato financiero es menos precisa que la que tiene la otra parte del contrato. En el caso concreto de un contrato de deuda, el prestatario tiene más información que el prestamista sobre la rentabilidad y el riesgo del proyecto de inversión para el que demanda un crédito.

Además, en el planteamiento de Mishkin (1996 y 1998), el problema de la asimetría de la información da lugar a otros dos tipos de problemas, que resultan ser determinantes para los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros. Éstos son la selección adversa (*adverse selection*) y el riesgo moral (*moral hazard*). La selección adversa significa que los deudores potenciales que están dispuestos a pagar mayores tipos de interés a los acreedores potenciales son precisamente los más peligrosos ya que si están dispuestos a pagar altos tipos de interés es, porque creen poder obtener altas rentabilidades en sus proyectos de inversión, lo cual también significa que dichas actividades de inversión presentan un riesgo elevado. Por tanto, aquellos empresarios que tengan mayores probabilidades de emprender actividades no beneficiosas (adversas) para la economía en su conjunto (por su elevado riesgo) son los mismos que tienen más posibilidades de ser elegidos

(seleccionados) por los acreedores. En otras palabras, la probabilidad de que el crédito sea concedido a prestatarios de baja calidad es mayor que la probabilidad de que dicho crédito sea concedido a deudores de alta calidad. Los distribuidores de crédito, por su parte, son conscientes de la existencia de este problema, por lo que pueden decidir reducir sustancialmente el volumen de crédito concedido al conjunto de la economía<sup>18</sup>. Este hecho hace que el volumen de crédito en el conjunto de la economía sea limitado y que, en caso de que se produjera un empeoramiento de la selección adversa por algún motivo, podría producirse un racionamiento del crédito en la economía. Según Mishkin (1996 y 1998), este problema es un caso particular del problema de los *lemons*<sup>19</sup> planteado por Akerlof. Efectivamente, Akerlof (1970) une, con el ejemplo del mercado automovilístico, el problema de la incertidumbre con el de la calidad y muestra cómo el desconocimiento de la calidad de un producto puede provocar una reducción en la demanda de dicho producto. El mismo autor aplica este principio a otros tipos de mercado como, por ejemplo, el mercado financiero en países subdesarrollados y muestra cómo la oferta de crédito puede verse reducida significativamente incluso en presencia de altos tipos de interés dado el desconocimiento de los prestamistas sobre la calidad de los prestatarios.

Así como la selección adversa es un problema que surge antes de que se produzca el contrato financiero, el segundo problema que deriva de la asimetría de la información –esto es, el riesgo moral– aparece una vez que se ha establecido el contrato financiero entre las dos partes. El riesgo moral consiste en la posibilidad (riesgo) de que, una vez concedido el crédito, el deudor se aventure en actividades que pueden poner en peligro la devolución de la deuda al prestamista. Es decir que el destino del crédito puede ser indeseable

---

<sup>18</sup> Esto sería así porque los prestamistas no tienen la capacidad de discernir los prestatarios “buenos” de los “malos” a causa del problema de la asimetría de la información.

<sup>19</sup> La hipótesis de los *lemons* de Akerlof (1970) ha sido a menudo erróneamente traducida como el principio de los limones. En realidad, con el término *lemons*, el autor se refiere al término coloquial con el que se denominan los coches de baja calidad en Estados Unidos.

(inmoral) desde el punto de vista del prestamista. Este problema surge porque el prestatario tiene incentivos para desviar el crédito obtenido hacia actividades de inversión más rentables potencialmente pero también más arriesgadas. Según Mishkin (1996 y 1998) existen dos tipos de incentivos para el deudor. En primer lugar, las actividades de inversión con altas rentabilidades y altos niveles de riesgo resultan más atractivas para el deudor que otras menos arriesgadas porque, si la inversión arroja resultados positivos, el deudor podrá atender sus obligaciones financieras sin problemas y, además, percibirá altos beneficios. Si, por el contrario, la inversión genera pérdidas, será el acreedor el que soporte tales pérdidas porque el deudor se verá incapacitado para atender el servicio de la deuda. En segundo lugar, el autor señala que cabe la posibilidad de que el prestatario, una vez obtenido el crédito, desvíe los fondos para su uso personal, que no invierta el trabajo suficiente para que el proyecto genere todos los beneficios que puede generar o que invierta el dinero en otro proyecto de inversión menos aconsejable desde el punto de vista económico pero que contribuya en mayor medida a elevar su estatus. En definitiva, el riesgo moral es una manifestación del conflicto de intereses (o problema de agencia) que existe entre prestamista y prestatario. El problema del riesgo moral puede acarrear las mismas consecuencias que el de la selección adversa, esto es, una disminución de la oferta de crédito.

La solución obvia al problema de la selección adversa es el aumento de los niveles de información del prestamista respecto del prestatario, en definitiva, la reducción de la asimetría de la información. Por lo que respecta al riesgo moral, éste puede verse reducido si el prestamista incluye en el contrato de crédito una serie de condiciones que limiten las actividades no deseadas del prestatario. En tal caso, el acreedor tiene que hacer un seguimiento del uso del crédito que haga el prestatario. Una vez más, se trata de reducir la asimetría de la información entre prestamista y prestatario. De modo que la solución de ambos problemas pasaría por la solución del problema inicial, es decir, por la solución de la asimetría de la información.

Pero la solución a este problema supone un coste para el acreedor: tanto si quiere tener más información sobre los posibles prestatarios para poder decidir a cuál de ellos concede un crédito como si quiere hacer un seguimiento de sus deudores una vez concedida la financiación, el prestamista deberá invertir recursos (o sea, dinero) en adquirir dicha información. Y, según Mishkin (1996 y 1998), existe una traba importante que reduce los incentivos de los prestamistas para invertir sus recursos en más información. Esta traba es el problema del *free-rider* (o usuario gratuito)<sup>20</sup>.

El *free-rider* es el agente económico que no está dispuesto a invertir sus recursos en la adquisición de información y que, por tanto, utiliza, para sus tomas de decisiones, la información adquirida previamente por otros agentes. Esto repercute negativamente en la amortización de la inversión en información de otros agentes. Para el caso concreto de los títulos de deuda que cotizan en un mercado oficial ocurre de la siguiente manera. En primer lugar, se parte del supuesto de que un agente adquiere información acerca de un prestatario que ha emitido un paquete de títulos de deuda que cotizan en un mercado oficial. Se supone, asimismo, que el primer agente descubre, mediante la compra de información, que los títulos están infravalorados en el mercado, es decir, que la calidad de la deuda es superior a lo que indica su índice de cotización. El agente tratará, pues, de rentabilizar su inversión en información comprando dichos títulos al valor (bajo) que indica el mercado. Sin embargo, esta decisión se hará pública inmediatamente ya que en el momento en el que el agente empieza a comprar los títulos de deuda, el valor de los activos empezará a subir, lo cual podrá ser observado por todos los demás agentes que participan en el mercado. Otros agentes podrán, pues, interpretar la adquisición de los títulos por parte del primer agente como el resultado de una decisión

---

<sup>20</sup> El concepto del *free-rider* guarda importantes similitudes con el del *herding* (Calvo y Mendoza, 1997). El *herding* –efecto rebaño o comportamiento gregario– también explica el hecho de que los inversores no necesiten mucha información para retirar sus fondos, sino que tienden a seguir los rumores de mercado, con lo que se hace más probable una crisis.

tomada en función de la adquisición de información sobre el emisor de los títulos y empezarán, ellos también, a comprar los mismos títulos de deuda. En otras palabras, ha aparecido un grupo de agentes que son *free-riders* ya que utilizan la información adquirida por otro agente para tomar sus decisiones de inversión. Con esto, el valor del título de deuda en el mercado crecerá aún más y el primer agente, el que adquirió la información, no podrá rentabilizar completamente su inversión en información ya que parte de esta rentabilización habrá sido “usurpada” por otros agentes que han actuado como *free-riders*.

Evidentemente, los *free-riders* solamente pueden actuar en determinados sectores económicos en los que la información adquirida por algunos agentes puede ser filtrada fácilmente a otros agentes que actúan en el mismo mercado. Éste es, como se ha visto, el caso de los mercados financieros y, especialmente, de los mercados de cotización oficial. En efecto, este mismo problema parece ser menos grave cuando, en vez de tratarse de títulos de deuda cotizables, la deuda se concede mediante un acuerdo privado entre dos partes que generalmente son un banco y un empresario –contrato que además, generalmente, no puede ser revendido–. En este caso, la información (acerca del empresario) que el banco esté dispuesto a adquirir no tendrá por qué filtrarse, en principio, a otros agentes. Asimismo, al establecerse una relación directa entre el banco y el empresario, el banco tendrá más facilidades para informarse acerca de la actividad del empresario, una vez concedido el crédito, que si la relación entre ambos es inexistente, como en el caso de los títulos de deuda cotizables.

En cualquier caso, la existencia de los *free-riders* en los mercados financieros hará que los agentes no estén dispuestos a adquirir información acerca de los prestatarios, por temor a no poder rentabilizar, al menos totalmente, dicha inversión. Así, al no reducirse la asimetría de la información, tampoco se solucionan los problemas de selección adversa y riesgo moral. Concluyendo, es la falta de incentivos para adquirir información (a causa del

problema del *free-rider*) la que hace que los prestamistas mantengan cierto nivel de incertidumbre respecto de los prestatarios y de su capacidad de servicio de la deuda. Este nivel de incertidumbre se refleja en la asimetría de la información que, a su vez, conduce a otros dos problemas que son la selección adversa y el riesgo moral. Dados estos mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros, tanto la asimetría de la información como la selección adversa y el riesgo moral se convierten en características intrínsecas de los mercados financieros que impiden que dichos mercados funcionen correctamente. Así, se pone una vez más en entredicho la eficiencia de los mercados financieros como evaluadores de parámetros fundamentales, a la que hacía alusión Tobin (1984).

Llegados a este punto, conviene hacer un inciso en la explicación de la teoría de la inestabilidad financiera para señalar que la introducción, por parte de Mishkin (1996 y 1998), del concepto del *free-rider* en la explicación de los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros permite cubrir una laguna de la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) acerca de la asimetría de la información. Efectivamente, Hermalin y Rose (1999) explican, del mismo modo que lo hace Mishkin (1996 y 1998) el concepto de la asimetría de la información y arguyen que dicha asimetría se ve incrementada cuando los mercados financieros se internacionalizan, ya que aumenta el desconocimiento de los prestamistas acerca de las actividades de los prestatarios. Sin embargo, Hermalin y Rose (1999) dan por sentado que los prestatarios no adquieren información sobre los prestamistas ni cuando el mercado es local, ni cuando es internacional. Así, Mishkin (1996 y 1998) refuerza, con su contribución, la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) explicando por qué los prestamistas no adquieren información acerca de los agentes a quienes van a conceder el crédito.

## 1.2. Factores de inestabilidad financiera

La explicación de Mishkin (1996 y 1998) de cómo funcionan los mercados financieros desde el punto de vista de los problemas de información es la base sobre la cual se asienta la hipótesis de la inestabilidad financiera del mismo autor. Según él, la inestabilidad financiera “ocurre cuando los *shocks* sufridos por el sistema financiero interfieren con los flujos de información, de modo que el sistema financiero no puede seguir canalizando fondos a aquéllos con oportunidades de inversión productivas” (Mishkin, 1998, p. 8)<sup>21</sup>. La inestabilidad financiera puede surgir por la aparición de alguno, o varios, de los siguientes cuatro factores: (1) el aumento de los tipos de interés, (2) el aumento de la incertidumbre, (3) los efectos provocados por el mercado de activos en los balances y, por último, (4) la aparición de problemas en el sector bancario<sup>22</sup> (Mishkin, 1998). A continuación se verán más detenidamente cada uno de estos factores y cómo pueden contribuir a generar una situación de inestabilidad financiera.

### 1.2.1. Tipos de interés

Por lo que respecta a los tipos de interés (factor 1), un aumento de éstos puede provocar el racionamiento del crédito. Como ya se señaló en la explicación del problema de la selección adversa, los prestatarios que están dispuestos a pagar mayores tipos de interés son precisamente aquéllos que los prestamistas intentan evitar como clientes. Por tanto, una subida de los tipos de interés engrosará el grupo de prestamistas “malos” en busca de financiación

---

<sup>21</sup> Conviene relativizar el grado de productividad del sistema financiero en la canalización del ahorro. Como se ha visto en el análisis anterior, la asimetría de la información y los problemas que de ella se derivan impiden que el sistema financiero lleve a cabo correctamente su función, incluso en ausencia de *shocks* externos.

<sup>22</sup> El último factor, los problemas en el sistema bancario, aparece como “pánico bancario” en la versión de 1996 de la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996). Probablemente, el cambio se debe a que, como se verá a continuación, no es necesario que se produzca un pánico bancario para que se genere una situación de inestabilidad financiera sino que basta con que aparezcan los primeros problemas en dicho sector.

mientras que muchos prestamistas “buenos” abandonarán la búsqueda de financiación. La explicación es bastante sencilla: los empresarios “buenos” son aquéllos que buscan financiación para proyectos que ofrecen rentabilidades moderadas con riesgos también moderados. Una subida de los tipos de interés puede situar el coste de la financiación por encima de la rentabilidad potencial de un proyecto con una rentabilidad esperada moderada, por lo que el empresario abandona la búsqueda de crédito. Sin embargo, los deudores “malos”, con proyectos de inversión que presentan altas rentabilidades esperadas y riesgos elevados, seguirán buscando financiación. Así pues, el aumento de los tipos de interés provoca un empeoramiento del problema de la selección adversa y, por tanto, como ya se señaló, un mayor racionamiento del crédito.

### 1.2.2. Incertidumbre

El aumento de la incertidumbre (factor 2) también puede dar lugar al aumento de la selección adversa. Dada la existencia de asimetría de la información entre prestamistas y prestatarios, la aparición de cualquier tipo de problema como la quiebra de una gran empresa, el comienzo de una recesión económica, la desestabilización política o un *crash* bursátil puede dificultar la tarea de los prestamistas de diferenciar los deudores “buenos” de los “malos”. En definitiva, la incertidumbre acrecienta la asimetría de la información y, por ende, la selección adversa y el riesgo moral.

### 1.2.3. Deterioro de los balances

El tercer factor que puede dar lugar a una situación de inestabilidad financiera es el efecto causado por el estado del mercado de activos en los balances de las empresas (sean éstas financieras o no) (factor 3)<sup>23</sup>. Según

---

<sup>23</sup> El nombre del tercer factor (“efectos provocados por el mercado de activos en los balances”) ha sido remplazado por “deterioro de los balances” ya que bajo este epígrafe, Mishkin hace

Mishkin (1998), la salud de los balances de la red empresarial de un país es uno de los factores más importantes en su hipótesis de la inestabilidad financiera. El deterioro de los balances provoca un aumento de la selección adversa y del riesgo moral que dan lugar a la inestabilidad financiera. Véase por qué es así. El balance de una empresa refleja la salud financiera de ésta: muestra cuál es su valor neto y el valor neto de una empresa es el mejor aval de su pasivo, es decir, de sus obligaciones financieras tales como préstamos y créditos. Según el autor, esto es así por dos motivos. Por una parte, una empresa con un alto valor neto tendrá mayor facilidad para devolver su deuda en caso de que la empresa empiece a tener dificultades: le bastará con utilizar su capital social y sus reservas para atender el servicio de la deuda. Por otra parte, el empresario es más propenso al riesgo cuando financia sus actividades con fondos ajenos en vez de con fondos propios. Un mayor nivel de fondos propios hará que las actividades que se emprendan en dichas economías sean menos arriesgadas. Por estos motivos, el deterioro de los balances provoca un empeoramiento de los problemas de selección adversa y de riesgo moral.

Se verá, a continuación, qué puede provocar el deterioro de los balances de la red empresarial de una economía. Para cualquier tipo de economía, un *crash* bursátil o la aparición de problemas en el mercado de activos conduce a la caída del valor neto de las empresas que forman la economía, provocando por tanto, como ya se ha señalado, el empeoramiento de la selección adversa y del riesgo moral. Además, este fenómeno también puede dar lugar al racionamiento del crédito ya que el aumento de la selección adversa provoca una caída de la oferta de crédito.

Pero la caída del índice bursátil no es el único fenómeno que puede incidir en el deterioro de los balances de la red empresarial. Existen, además, otros dos factores que pueden provocar dicho deterioro, dependiendo del tipo

---

referencia todos los factores que pueden provocar el deterioro de los balances, ya sea un *crash* bursátil, una reevaluación de las expectativas de inflación o el movimiento del tipo de cambio.

de economía (desarrollada o subdesarrollada) de que se trate (Mishkin, 1996 y 1998). El primero de ellos es la reevaluación de las expectativas de inflación y esto es un hecho que, según el autor, tan sólo puede afectar a la salud de los balances empresariales en los países desarrollados. En los países ricos, la mayoría de los contratos de deuda son a largo plazo y, además, a tipo de interés fijo. Esto es así porque este tipo de economías suelen ser estables, con niveles de inflación poco volátiles. Así, antes de crearse un contrato de deuda, se calcula la inflación esperada para los siguientes años y se estipula un tipo de interés para dicha deuda en función del cálculo hecho sobre la inflación futura. Bien, suponiendo ahora, que por algún motivo, se produce una caída de la inflación esperada, esto redundará en un deterioro de los balances de las empresas que se hayan endeudado previamente a la reevaluación ya que, tras ésta, los contratos de deuda se harán a un tipo de interés menor, dado que la inflación esperada es también menor. Así, la reevaluación a la baja de la inflación esperada supone un aumento del peso de la deuda para las empresas que tienen contratos a largo plazo y a un tipo de interés fijo firmados previamente a la reevaluación: ha disminuido, por tanto, el valor neto de dichas empresas. Los países subdesarrollados, en cambio, se caracterizan por altas tasas de inflación, por lo que la mayoría de los contratos de deuda que en ellos se firman suelen ser a corto plazo. Así una reevaluación de las expectativas de inflación no provoca un aumento de la deuda ya que los contratos de deuda están venciendo constantemente y los nuevos contratos de deuda ya incorporan la reevaluación de las expectativas de inflación.

El tercer y último factor que puede provocar el deterioro de los balances de una economía es el movimiento del tipo de cambio. Sin embargo, este factor sólo cobra relevancia en los países subdesarrollados y en las economías emergentes. Así como los países ricos se caracterizan, por lo general, por su estabilidad, los países subdesarrollados suelen caracterizarse por su inestabilidad económica. Éstos últimos suelen registrar una alta volatilidad en el valor de sus monedas, por lo que la mayoría de los contratos de deuda que se

firman en este tipo de economías suelen estar denominados en moneda extranjera, aunque los activos de las empresas locales estén, lógicamente, denominados en moneda nacional. Por tanto, una caída repentina del valor de la moneda local, provoca un encarecimiento repentino del valor de sus pasivos, mientras que dicha caída no tiene efecto alguno en el valor de los activos. Se produce, pues, una caída en el valor neto de las empresas del país, con todos los efectos que esto tiene en los problemas de selección adversa y de riesgo moral.

#### 1.2.4. Problemas en el sector bancario

El cuarto y último factor que puede dar lugar a la desestabilización financiera de una economía es la aparición de problemas en el sector bancario (4)<sup>24</sup>. Estos problemas se manifiestan, lógicamente, en el deterioro de los balances de la red bancaria. Ante el deterioro de su balance, un banco tiene dos opciones. La primera de ellas es cortar sus líneas de crédito hasta que su situación financiera se sanee. La segunda opción consiste en tratar de captar más capital. Sin embargo, para una institución en dificultades, la captación de capital es muy difícil por lo que el banco optará, probablemente, por cortar sus líneas de crédito. Así pues, la aparición de dificultades en el sector bancario tiene como principal consecuencia el racionamiento del crédito. Asimismo, las dificultades en el sector bancario dan lugar a un aumento de la selección adversa y del riesgo moral. Esto se debe a que este sector actúa como el principal creador y transmisor de información en la economía<sup>25</sup>. Si la banca entra en dificultades, tendrá problemas para seguir ejerciendo esta función con eficacia, por lo que empeorarán los problemas de información en los mercados financieros (asimetría de la información, selección adversa y riesgo moral).

---

<sup>24</sup> Ver anterior nota a pie de página.

<sup>25</sup> Como se verá más adelante, McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) también insisten en la función del sector bancario como transmisor de información.

Mishkin (1996 y 1998) clasifica –independientemente del tipo de economía de que se trate– los fenómenos que pueden causar dicho debilitamiento de los balances del sector bancario en dos grupos. El primer grupo de fenómenos que puede causar el deterioro de los balances del sector es la ausencia de un sistema de regulación y supervisión de las actividades del sector bancario (por parte de las autoridades) destinado a impedir el riesgo excesivo en la concesión del crédito. Los motivos por los que el marco regulador de la red bancaria puede ser insuficiente o ineficaz son los siguientes. Por una parte, está la falta de experiencia que es característica en aquellos países que acaban de liberalizar su cuenta de capital. En efecto, una incorporación reciente al proceso de globalización financiera implica la consecución de nuevas actividades de inversión en un entorno diferente. Tanto autoridades económicas como gestores de bancos o de otras instituciones financieras carecen, generalmente, de la experiencia y los conocimientos suficientes para responder adecuadamente ante la nueva situación. Por otra parte, el sistema de regulación bancaria puede fallar porque existe un problema de agencia (es decir, de conflicto de intereses) entre los votantes y el gobierno. El gobierno puede tener incentivos para no implantar ni ejecutar un sistema adecuado de regulación y supervisión bancaria. Esto sería así porque los gobiernos temen ser acusados de mala gestión. Con un sistema de supervisión y regulación laxo que incluya requisitos de capitalización y de reservas débiles, el gobierno (o la agencia encargada de la regulación y supervisión del sistema bancario) tiene mayor facilidad para esconder los problemas financieros de un banco insolvente que si los requisitos son muy estrictos; y alberga la esperanza de que la situación del banco en dificultades mejore por sí sola. Además, el órgano encargado de la regulación, generalmente una agencia del gobierno, puede depender en exceso del gobierno y ceder a las presiones que éste ejerza sobre ella, por temor a que la carrera profesional de aquéllos que forman la agencia se vea truncada por su “desobediencia” a los políticos que forman el gobierno. De este modo, dichos profesionales supeditan el buen ejercicio de su profesión a su ambición personal. La ausencia o ineficacia de un sistema de

regulación y supervisión de las actividades del sector bancario hace que el capital extranjero que empieza a entrar en el país se canalice inadecuadamente a través de la red bancaria, produciéndose un *boom* de crédito concedido, además, para actividades de baja productividad y alto riesgo.

El segundo grupo de fenómenos que puede causar el deterioro de los balances de la red financiera de un país es la aparición de algún tipo de *shock* externo. La mayoría de estos *shocks* externos están relacionados con los factores de inestabilidad financiera arriba descritos. El primero de ellos es una subida de los tipos de interés, cuyos efectos en la economía y en los flujos de información ya han sido analizados. Los países subdesarrollados son particularmente sensibles a esta variable, dada la estructura de vencimientos de activos y pasivos de los balances de su red bancaria. Ya se ha señalado que las empresas de los países subdesarrollados suelen tener activos a largo plazo y pasivos a corto plazo (dada la volatilidad de sus índices de inflación). Bien, pues lo mismo ocurre con sus instituciones de crédito. De modo que, ante un aumento de los tipos de interés, se produce un reajuste casi inmediato del coste de sus pasivos (ya que los contratos son a corto plazo) mientras que las instituciones no tienen la posibilidad de reajustar paralelamente el tipo de interés de los créditos que han concedido (ya que éstos son, en mayor medida que sus contratos de pasivo, contratos a largo plazo). El segundo tipo de *shock* externo que puede provocar el deterioro de los balances bancarios es el estallido de un *crash* bursátil. Su efecto en los balances bancarios es el mismo que el que tiene en los balances de la red empresarial en general pero, además, la red bancaria puede sufrir un efecto indirecto del *crash* bursátil y es que los clientes de las instituciones bancarias son aquellas empresas cuyos balances se han deteriorado previamente a causa de la caída de los índices de sus acciones. Por tanto, el efecto de un *crash* bursátil en los balances bancarios es doble.

Además, existe una serie de *shocks* externos añadidos que pueden afectar a los balances de la red bancaria dependiendo de si dicha red pertenece a una

economía desarrollada o a un país subdesarrollado. Por lo que respecta a los países desarrollados, la reevaluación de las expectativas de inflación provoca, como ya se explicó, un deterioro de los balances empresariales, aumentando el riesgo de impago de las empresas. Teniendo en cuenta que la red bancaria es la acreedora de la red empresarial en dificultades, se verán igualmente deteriorados los balances de las instituciones de crédito.

En cuanto a los países subdesarrollados, son vulnerables a otros dos *shocks* externos que pueden deteriorar la salud de su sistema financiero. Uno de ellos es la depreciación o devaluación repentina de su moneda. Los mecanismos de transmisión son idénticos que los que se dan en las economías desarrolladas cuando se reevalúan las expectativas de inflación: primero se ven afectadas las compañías no financieras y esto provoca un efecto en cadena en la red bancaria. El segundo y último de estos *shocks* es la caída abrupta de los precios de sus productos de exportación. Esto es así porque, generalmente, los países subdesarrollados son monoexportadores o, si no, exportan una variedad reducida de productos. Por tanto, la caída del precio de uno de sus productos de exportación puede tener consecuencias muy graves para la economía en su conjunto. Además, generalmente la red bancaria de los países subdesarrollados no diversifica sus operaciones fuera de su país por lo que la mayoría de los créditos concedidos por la banca nacional tendrá como deudores empresas locales que habrán entrado en serias dificultades.

La aparición de cualquiera de los cuatro factores descritos<sup>26</sup> da lugar, según Mishkin (1996 y 1998), a una situación de inestabilidad financiera. Además, según el autor, si varios de estos factores aparecen de forma simultánea, esto puede dar lugar al estallido de una crisis financiera. En este epígrafe se han estudiado los cuatro factores que pueden generar inestabilidad financiera. También se ha estudiado por qué pueden aparecer, qué

---

<sup>26</sup> Recuérdese: (1) subida de los tipos de interés, (2) aumento de la incertidumbre, (3) deterioro de los balances y (4) problemas en el sector bancario.

consecuencias directas tienen y cómo incide esto en el empeoramiento de los problemas de selección adversa y riesgo moral. Queda, pues, estudiar mediante qué mecanismos la aparición de estos factores (y el deterioro de los problemas de información de los mercados financieros que esto conlleva) termina por provocar una crisis financiera.

### 1.3. Propagación de la inestabilidad financiera

De acuerdo con las hipótesis de Mishkin (1996 y 1998), los mecanismos de propagación de la inestabilidad financiera son distintos según el tipo de economía de que se trate. Así, la propagación de la inestabilidad se dará de un modo distinto en los países desarrollados que en los subdesarrollados. Esto es así debido a las diferencias institucionales que existen entre los mercados financieros de los países desarrollados y los de otros países más pobres. Estas diferencias institucionales son las mismas que ya se han repasado: en los países industrializados los contratos de deuda suelen ser a largo plazo y estar denominados en moneda local mientras que en los países subdesarrollados, la deuda suele ser a corto plazo y estar denominada en divisas.

El proceso de propagación empieza del mismo modo en los dos tipos de economías. Surge alguno de los cuatro factores y la economía se desestabiliza. En las economías emergentes, esto da lugar a una crisis de tipo de cambio, inducida, sobre todo, por el deterioro de los balances del sector bancario. La reacción habitual por parte de las autoridades del país es un intento de defender la moneda mediante la subida de los tipos de interés. Sin embargo, la subida de los tipos de interés junto con la caída del valor de la moneda provocan un empeoramiento aún mayor de los balances bancarios, dada la estructura de vencimientos y la denominación de los créditos. Esto, sumado a la escasa credibilidad de los gobiernos de este tipo de economías en su lucha contra la inflación hace que se disparen las expectativas de inflación de los inversores,

con lo que las autoridades se ven forzadas a aumentar aún más los tipos de interés, que se sitúan en niveles desproporcionados.

En cambio, en los países ricos, la devaluación o depreciación de la moneda no suele ser un factor de propagación de la inestabilidad financiera. Al tener contratos de deuda denominados en moneda local y a largo plazo y al tener, habitualmente, una inflación controlada, la subida del tipo de cambio en un país industrializado no aumenta el riesgo de impago de los contratos de deuda ni altera las expectativas de inflación de la economía.

El siguiente paso en la propagación de la inestabilidad financiera es, para ambos tipos de países, una crisis bancaria. Las empresas y los particulares empiezan a tener problemas para pagar sus deudas, ya que se ha producido un enfriamiento de la actividad económica (consecuencia de la aparición de alguno de los cuatro factores) que redunda en una disminución de sus ingresos. En las economías emergentes, este problema se ve reforzado por el aumento del peso de la deuda provocado por el aumento del tipo de cambio y del tipo de interés. En cualquier caso, el inicio de una crisis bancaria redunda en una menor capacidad de los bancos para seguir concediendo financiación. Y al disminuir la actividad bancaria, se ve también mermada su actividad de transmisión de información en los mercados financieros, con lo que empeoran la selección adversa y el riesgo moral. Una menor actividad bancaria significa asimismo una caída de la oferta monetaria y, por tanto, una subida aún mayor de los tipos de interés.

En la explicación de Mishkin (1998) del proceso de propagación de la inestabilidad financiera, dicho proceso parece detenerse aquí para los países subdesarrollados o las economías emergentes, pero la inestabilidad sigue propagándose en los países industrializados. En los países ricos, el aumento de los tipos de interés y la contracción de la oferta monetaria sumados a un pasado reciente de bajas tasas de inflación pueden dar lugar a que se reevalúen a la

baja las expectativas de inflación. Este fenómeno redunda, como ya se señaló, en un deterioro de los balances de la red empresarial debido a un aumento del peso de la deuda, lo cual tiene como consecuencia un agravamiento de los problemas de selección adversa y de riesgo moral.

#### 1.4. Papel de la globalización financiera

En los anteriores epígrafes se ha estudiado la hipótesis de Mishkin sobre la inestabilidad financiera desde el punto de vista de los problemas de la asimetría de la información: en primer lugar, cuáles son las deficiencias (desde el punto de vista informativo) de los mercados financieros; en segundo lugar, qué factores pueden poner en peligro la estabilidad financiera de un país; y, por último, los mecanismos de propagación de dicha inestabilidad al resto de la economía. Sin embargo, teniendo en cuenta cuál es el objeto de este *survey* teórico, puede decirse que el análisis de la hipótesis de Mishkin no será completo mientras no se analicen los vínculos entre un proceso de estas características y el proceso de globalización financiera.

El propio Mishkin (1998) incluye un epígrafe sobre este tema en una de las versiones más recientes sobre su teoría de la inestabilidad financiera. En él especifica que los movimientos internacionales de capital no son una condición necesaria para que su teoría se sostenga pero que ésta tampoco descarta que dichos movimientos de capital desempeñen algún tipo de papel en la propagación de la inestabilidad financiera. De hecho, existen, según el propio autor, dos vías mediante las cuales la volatilidad financiera<sup>27</sup> puede promover la inestabilidad financiera.

La primera de estas vías está compuesta por la volatilidad de los precios de los activos y de los tipos de interés, por una parte y, por otra, por los

---

<sup>27</sup> Se deduce, dado el contexto en el que se emplea el término, que Mishkin (1998) entiende por volatilidad financiera el aumento de los vaivenes de los flujos de capital a escala internacional.

movimientos de los tipos de cambio. Si aumenta la fluctuación de los precios de los productos financieros, aumenta también, de forma generalizada, la incertidumbre (el segundo factor de inestabilidad) en los mercados financieros con lo que es más difícil para los prestamistas diferenciar a los prestatarios “buenos” de los “malos” y se produce un aumento de la selección adversa y del riesgo moral. Asimismo, el aumento de la volatilidad puede incidir de forma negativa en los balances. El valor neto de una firma se puede ver deteriorado a raíz del estallido de un *crash* bursátil o del aumento de los tipos de interés. Por lo tanto, una mayor volatilidad, tanto del índice bursátil como de los tipos de interés hará que aumenten las probabilidades de que disminuya el valor neto de las empresas que forman una economía. En cuanto a los movimientos de tipo de cambio, éstos pueden provocar un deterioro de los balances, tanto de empresas como de bancos u otras instituciones financieras tan sólo en economías emergentes o países subdesarrollados. Por tanto, una mayor volatilidad en el mercado de divisas puede ser una vía de propagación de la volatilidad financiera a la economía local si ésta está subdesarrollada.

La segunda vía mediante la cual la volatilidad financiera puede provocar el deterioro de la estabilidad financiera de un país es la entrada masiva de capital extranjero. Como ya se señaló en la explicación del cuarto factor de inestabilidad financiera –esto es, el deterioro de los balances bancarios– la liberalización reciente de la cuenta de capital de un país a veces implica la entrada masiva de capital extranjero en el país y la falta de experiencia (tanto por parte de las autoridades como por parte de los bancos) para canalizar ese ahorro. Esta situación suele degenerar en un *boom* de crédito: dada la ausencia de supervisión y regulación de las actividades bancarias, los intermediarios financieros locales empiezan a conceder grandes cantidades de crédito para actividades de dudosa productividad y de alto riesgo.

En suma, aunque Mishkin (1998) considera que son más bien los factores fundamentales los que provocan inestabilidad financiera, admite la posibilidad,

en el marco de su teoría de la inestabilidad financiera, de que los movimientos internacionales de capital o la globalización financiera puedan promover la inestabilidad financiera de una economía, especialmente si se trata de una economía emergente. De modo que la globalización financiera puede facilitar la aparición de cualquiera de los cuatro factores de inestabilidad financiera de Mishkin, con lo que se produciría un empeoramiento de los problemas de información en los mercados financieros (asimetría de la información, selección adversa y riesgo moral) y, por tanto, la desestabilización financiera de la economía que, en caso de ser aguda, puede redundar en el estallido de una crisis financiera.

## 2. TEORÍAS DE SOBRENDEUDAMIENTO

### 2.1. Hipótesis de la fragilidad financiera (Minsky y Kregel)

Según Minsky (1977 y 1986), la vulnerabilidad financiera y, por tanto, el riesgo de sufrir una crisis aparece porque, bajo determinadas circunstancias, las unidades que forman la economía tienden a sobreendeudarse. Además, según el autor, el paso de un estado de salud financiera a uno de fragilidad financiera responde a la propia naturaleza del sistema capitalista. No es, pues, necesario un *shock* externo para que se deteriore la salud financiera de una economía y, en consecuencia, estalle una crisis. Minsky (1977 y 1986) estudia la aparición de la fragilidad financiera en una economía cerrada. Es decir que analiza cómo se produce el sobreendeudamiento respondiendo a la propia naturaleza del sistema capitalista sin necesidad de que la economía reciba flujos de capital del exterior. Kregel (1998a), por su parte, amplía la hipótesis de Minsky a una economía abierta. Para comprender qué relación guarda la globalización financiera con el estallido de crisis financieras desde el punto de vista de la teoría de Minsky, habrá que estudiar en primer lugar la hipótesis para una economía cerrada para luego revisar la ampliación de dicha hipótesis a una economía abierta (Kregel, 1998a).

### 2.1.1. Hipótesis de la fragilidad financiera para una economía cerrada (Minsky)

La hipótesis central de la teoría de la inestabilidad financiera de Minsky (1977, 1986) es que los sistemas económicos capitalistas son frágiles debido a la inestabilidad inherente a sus sistemas financieros. Dada esta fragilidad, es natural que las economías capitalistas con sistemas financieros modernos sufran crisis financieras recurrentes. Dicho de otro modo, la fragilidad financiera es “(...) una característica del sistema financiero. En un sistema financiero frágil, el funcionamiento normal continuado puede verse interrumpido por algún acontecimiento no inusual” (Minsky, 1977, p. 139). El desarrollo de un sistema financiero frágil resulta del funcionamiento normal de la economía capitalista. Así, el estallido de una crisis financiera o la mera aparición de una estructura financiera débil no son el resultado de errores de política económica o de accidentes externos al sistema, sino que son el resultado lógico de los mecanismos de funcionamiento de los sistemas financieros capitalistas<sup>28</sup>. El objetivo de la teoría de la fragilidad financiera de Minsky es, pues, explicar cómo se desarrollan estas estructuras financieras débiles en un entorno capitalista.

- a) Elementos del modelo: clasificación de los flujos de caja y tipos de financiación

Minsky (1986) elabora, en primer lugar, una clasificación de los flujos de caja que circulan en una economía. Los flujos de caja pueden dividirse en tres categorías distintas: los flujos de caja de renta, los de pasivo y los de cartera. La primera categoría está compuesta por los flujos de caja de renta (*income cash flows*). Estos flujos de caja son los resultantes del proceso de producción y los forman los salarios, los pagos realizados de una fase de producción a otra y

---

<sup>28</sup> Puede observarse que la hipótesis central de este planteamiento muestra importantes similitudes con la explicación marxista del estallido de crisis financieras.

los beneficios netos después de impuestos. En definitiva, los flujos de caja de renta son el dinero que se mueve en el circuito de la renta<sup>29</sup>. El segundo tipo de flujos de caja está formado por los flujos de caja de pasivo (*balance sheet cash flow*<sup>30</sup>) y son los flujos de caja que se registran como consecuencia del pago de las obligaciones financieras de una determinada entidad: están formados por el pago del principal y de los intereses del conjunto de deudas y otras obligaciones de una unidad económica. El tercer y último tipo de flujos de caja es el de los flujos de caja de cartera (*portfolio cash flows*). Éstos se generan cuando un activo (ya sea financiero o no) cambia de manos. Son, pues, el resultado de las decisiones de comprar o vender activos o de poner nuevas obligaciones en circulación.

Minsky (1977 y 1986) asimismo elabora una clasificación de los diferentes tipos de financiación a los que puede recurrir una unidad económica en función del mayor o menor peso relativo de cada tipo de flujo de caja en dicha unidad. Los distintos tipos de financiación a que puede recurrir una unidad económica también son tres: la financiación cubierta (*hedge financing*), la financiación especulativa (*speculative financing*) y la financiación a lo “Ponzi” (*Ponzi financing*)<sup>31</sup>.

En las unidades económicas que se financian de forma cubierta, los flujos de caja de renta (tanto los reales como los esperados) superan los flujos de pasivo y los de cartera. En otras palabras, las unidades cubiertas generan la

---

<sup>29</sup> El circuito de la renta, tal y como lo define Minsky, incluye también los pagos realizados por productos intermedios de una compañía a otra (no está restringido al pago de productos terminados).

<sup>30</sup> Si bien la traducción exacta de este término sería “flujos de caja de balance”, se ha considerado que el término “flujos de caja de pasivo” resulta más representativo del concepto que Minsky pretende reflejar.

<sup>31</sup> El término Ponzi proviene del nombre de un famoso estafador, Carlo Ponzi, que creó, en Estados Unidos en los años 1919 y 1920, un esquema financiero que consistía, básicamente, en prometer a los inversores potenciales una alta rentabilidad (50%) a corto plazo (a 45 días) sobre una inversión inicial y financiar el pago de dicha rentabilidad con la inversión inicial de inversores posteriores. Así, no existía un negocio real que generara esa rentabilidad y el capital inicial no era recuperado nunca por el inversor.

renta suficiente para responder a sus obligaciones financieras sin necesidad de renovar sus viejos contratos de deuda –lo cual generaría nuevos flujos de pasivo– ni de contratar nueva deuda o recurrir a la venta de activos –lo cual generaría flujos de cartera–. Además, este tipo de unidades se caracteriza también por tener una estructura de vencimientos de activos y pasivos similar.

Las unidades que recurren al segundo tipo de financiación, es decir, a la financiación especulativa, registran, a corto o medio plazo, flujos de renta inferiores a los de pasivo. Es decir que la unidad no genera la renta suficiente para que ésta cubra por sí sola la devolución de las deudas de la unidad. Para que la unidad pueda responder a sus obligaciones financieras debe recurrir a la renovación de la deuda ya existente. A diferencia de las unidades cubiertas, las especulativas suelen registrar un desajuste de vencimientos entre activos y pasivos: sus pasivos suelen tener un plazo de vencimiento inferior al de los activos. Esto suele ocurrir cuando, por ejemplo, una entidad financia un proyecto de inversión a largo plazo con la renovación continuada de contratos de deuda a corto plazo<sup>32</sup>.

En el tercer caso, el de la financiación Ponzi, la unidad económica, del mismo modo que una unidad especulativa, está generando, a corto o medio plazo, flujos de caja de renta inferiores a los de pasivo. La diferencia entre una unidad especulativa y una unidad Ponzi radica en que, en el caso de la unidad Ponzi, la diferencia entre los ingresos y el servicio de la deuda no puede ser cubierta con la mera renovación de la deuda ya existente: para poder atender sus obligaciones como deudora, la unidad Ponzi debe, además de renovar su antigua deuda, bien recurrir a la venta de activos, bien contratar nueva deuda (o, lo que es lo mismo, capitalizar los intereses de la deuda ya existente). En el primer caso, la venta de activos provocará la aparición de flujos de cartera, hecho que, como se ha visto, no se da en una unidad cubierta. Si la unidad

---

<sup>32</sup> Los bancos comerciales son, según esta definición, un caso típico de unidad especulativa.

Ponzi recurre a la segunda opción, se registrará, además de los flujos de cartera, un aumento de los flujos de caja de pasivo, lo cual redundará en un mayor incremento de la diferencia entre los flujos de renta y los de pasivo.

b) Determinantes del grado de vulnerabilidad financiera

“La combinación de financiación cubierta, especulativa y Ponzi en una economía es el principal determinante de su estabilidad” (Minsky, 1986, p. 209). Es decir que va a ser el peso relativo de cada modo de financiación en la economía o, lo que es lo mismo, el de cada tipo de flujo de caja, el que va a determinar el grado de fragilidad financiera del sistema económico en su conjunto. Un sistema financiero será más frágil cuanto mayor peso relativo tengan las unidades especulativas o las unidades Ponzi en la economía. Por el contrario, si la economía está formada sobre todo por unidades cubiertas, el sistema financiero será más estable. Véase ahora por qué esto es así.

Por una parte, las variaciones en el estado de la economía real afectan a todas las unidades, independientemente del tipo de financiación hayan elegido. Esto quiere decir que una caída repentina de los ingresos por ventas, por poner un ejemplo, provocaría una caída generalizada de los flujos de caja de renta en el conjunto de la economía lo cual afectaría tanto a las unidades cubiertas como a las especulativas o a las Ponzi. La disminución de los flujos de caja de renta provocaría a su vez una disminución del excedente de los flujos de caja de ingresos sobre los flujos de pasivo en el caso de las unidades cubiertas y un aumento del déficit de flujos de renta respecto de los de pasivo en el caso de las unidades especulativas o Ponzi. En otras palabras, todas las unidades se verían enfrentadas a una mayor dificultad en el momento de atender sus obligaciones financieras.

Por otra parte, una variación en las condiciones de los mercados financieros afecta solamente a las unidades especulativas o Ponzi, siendo

inmunes a este tipo de cambios (al menos de forma directa) las unidades cubiertas. Un aumento de los tipos de interés de los instrumentos de deuda a corto plazo, por poner un ejemplo, haría que las unidades especulativas tuvieran que enfrentarse a unos mayores costes financieros en el momento de la renovación de sus créditos a corto plazo. Asimismo, las unidades Ponzi tendrían que recurrir a una aún mayor capitalización de sus intereses. Las unidades cubiertas, por su parte, no se verían afectadas por este tipo de cambios de forma directa. Al basar la financiación de sus proyectos a largo plazo en créditos concedidos, igualmente, a largo plazo, el cambio en los tipos de interés sobre los intereses a corto plazo no afectaría en nada a la estructura de pasivos y activos de este tipo de unidades. Los cambios en las condiciones de los mercados financieros sólo pueden afectar a las unidades cubiertas de forma indirecta. Suponiendo que un ligero aumento de los tipos de interés a corto plazo afecte sobremanera a las unidades especulativas o Ponzi – provocando incluso una quiebra de algunas de estas unidades– esto podría acabar teniendo consecuencias para la economía en su conjunto, incidiendo en una caída de los flujos de renta de todas las unidades y, por tanto, también de las unidades cubiertas.

En definitiva, mientras los cambios en la salud de la economía real afectan a todas las unidades que la componen, independientemente de su modo de financiación, los vaivenes en las condiciones de los mercados financieros solamente afectan a las unidades que han optado por una financiación especulativa o Ponzi. Por tanto, si la economía está formada, sobre todo, por unidades cubiertas, la economía en su conjunto será vulnerable a los cambios que puedan producirse en la economía real pero será prácticamente inmune a las variaciones en las condiciones de los mercados financieros. Sin embargo, en una economía en la que predominan las unidades que se financian de forma especulativa o Ponzi, el país en su conjunto será sensible tanto a los cambios que se produzcan en la economía real como a los que se produzcan en el sector financiero. Según Minsky (1977, 1986), el primer tipo de economías será

financieramente robusto mientras que el segundo tipo será financieramente frágil.

Además de la combinación de los tipos de financiación en la economía, Minsky (1977) sugiere –en uno de sus primeros estudios sobre fragilidad financiera– que existen otros dos determinantes del grado de fragilidad financiera de la economía. Uno de ellos es el grado de liquidez de los activos. Efectivamente, en caso de que surjan problemas, tanto en la economía real como en la financiera, las unidades económicas tendrán mayor facilidad para cubrir el desajuste entre flujos de caja de renta y flujos de caja de pasivo si pueden generar flujos de caja de cartera de forma rápida. Esto sólo puede ocurrir si los activos que se venden para cubrir la brecha son líquidos. El segundo determinante del grado de fragilidad financiera es la medida en la que las operaciones de inversión de la economía en su conjunto se financian con fondos externos.

Esta clasificación de los distintos determinantes del grado de fragilidad financiera no aparece en trabajos posteriores del autor (Minsky, 1986). Quizás esto se debe en parte al hecho de que el determinante de la financiación mediante fondos externos está implícito en el de la combinación de los modos de financiación. Es decir que un alto grado de fragilidad financiera, entendido como un abuso de la financiación ajena respecto de la financiación propia de la inversión en el conjunto de la economía, equivale a decir que en dicha economía predominan las unidades especulativas y Ponzi frente a las cubiertas. Por su parte, el determinante de la liquidez de los activos también está implícito en la clasificación de las unidades por tipo de financiación. Como se indicó en la definición de los distintos tipos de financiación de una unidad económica, las unidades cubiertas se caracterizan por tener un grado de liquidez similar en sus activos y en sus pasivos, mientras que las unidades especulativas o Ponzi poseen activos menos líquidos que sus pasivos.

Así pues, puede decirse que Minsky (1977 y 1986) define el grado de vulnerabilidad financiera de una economía en base al mayor o menor peso relativo del tipo de financiación empleado por las unidades económicas que la forman. El peso relativo de cada tipo de financiación puede variar en el tiempo: independientemente del régimen financiero que elija voluntariamente una empresa, los cambios tanto en el sector real como en el sector financiero pueden hacer que dicha empresa cambie de régimen financiero. Así, una subida repentina de los tipos de interés sobre instrumentos de deuda a corto plazo eleva los costes financieros de las unidades especulativas y Ponzi. Esto puede hacer que algunas unidades que se estaban financiando de forma especulativa se conviertan en unidades Ponzi: si el aumento de los tipos y el consecuente encarecimiento de la financiación externa es tal que estas unidades ya no pueden atender sus obligaciones financieras con la mera renovación de la deuda ya contratada, éstas tendrán que (además de renovar la deuda ya existente) contratar nueva deuda, de modo que el volumen total de sus pasivos aumentará y empezarán a capitalizar los intereses de sus obligaciones. En definitiva, las unidades especulativas se habrán convertido en unidades Ponzi. Paralelamente, una caída de los tipos de interés a corto plazo puede hacer que algunas unidades Ponzi se conviertan en unidades especulativas al no tener que contratar nueva deuda para atender las obligaciones ya existentes.

Si el peso relativo de cada modo de financiación en una economía puede variar en el tiempo, entonces esto significa que el grado de fragilidad financiera de la economía varía en el tiempo. Resumiendo, el grado de fragilidad financiera de una economía varía en función del peso de cada tipo de régimen de financiación. Además, el peso de cada régimen financiero depende tanto de la voluntad de las unidades económicas como de la situación de la economía real y financiera. Partiendo de esta base, Minsky (1977 y 1986) pasa a explicar mediante qué mecanismos un sistema financiero robusto puede convertirse en un sistema financiero frágil y, por tanto, susceptible de sufrir una crisis financiera.

### c) Aparición de la fragilidad financiera: el ciclo financiero

La evolución de una economía de un estado de salud financiera a uno de fragilidad financiera es el siguiente. Un entorno financiero fuerte es uno en el que predominan las unidades con financiación cubierta. Así pues, de forma general, las empresas y otras instituciones que forman la economía generan más flujos de caja de renta que de pasivo y los vencimientos de sus pasivos son similares a los de sus activos. En otras palabras, el sistema es, además de solvente, líquido. En un sistema líquido, los tipos de interés de los instrumentos de deuda a corto plazo son bajos. Es más, los tipos a corto son bajos con respecto a los tipos de interés de instrumentos de deuda a largo plazo. Esto es así porque los títulos de deuda a corto plazo son quasi-sustitutivos de la liquidez y si la liquidez es abundante, la demanda de estos instrumentos es baja y su precio también. Los títulos de deuda a largo plazo poco tienen que ver con la mayor o menor cantidad de liquidez que hay en el sistema por lo que los tipos de interés a largo plazo permanecen elevados con respecto a los tipos a corto plazo.

Ante una situación de estas características y si las expectativas sobre el futuro de la economía son buenas, las unidades económicas, ya sean cubiertas, especulativas o Ponzi, tienen incentivos para endeudarse, ya que el crédito es barato. Lo que es más importante, tienen incentivos para endeudarse a corto plazo, dado el diferencial de tipos de interés entre la deuda a corto y a largo plazo. Así, las unidades económicas caen en la tentación de recurrir a una sucesión de créditos a corto plazo renovables para financiar proyectos de inversión a largo plazo (en vez de solicitar financiación a largo plazo), lo cual altera la estructura de vencimientos de activos y pasivos. De este modo, las unidades cubiertas pueden convertirse en unidades especulativas y las especulativas en Ponzi, desde el punto de vista del desajuste de vencimientos de activos y pasivos. En esta situación, el peso de cada tipo de financiación en

la economía se ha alterado y el sistema financiero ha perdido su solidez para convertirse en un sistema financiero más vulnerable y, por tanto, susceptible de sufrir una crisis financiera.

Si los bancos responden a la demanda de las unidades económicas, el crédito empieza a crecer: se produce un *boom* de crédito. La fuerte demanda de las unidades económicas presiona al alza los tipos de interés de los créditos a corto plazo. Como el cambio en las condiciones de los mercados financieros altera la combinación de unidades cubiertas, especulativas y Ponzi en la configuración del sistema financiero, una subida en los tipos a corto plazo provoca un aumento relativo del peso de las unidades especulativas y Ponzi en la economía. De esta forma aumenta el peso relativo de las unidades con financiación más arriesgada, desde el punto de vista del aumento de los flujos de caja de pasivos con respecto a los flujos de caja de renta. Si el cambio en las condiciones del mercado financiero es extremo, un gran número de las unidades se convertirán en unidades Ponzi. Ya se ha señalado que las unidades Ponzi deben recurrir, con el fin de atender sus obligaciones financieras, bien al aumento del volumen total de deuda contratada, bien a la venta de activos, bien a una combinación de ambas. En una situación así, con elevados tipos de interés a corto plazo, es probable que las unidades recurran a la venta de activos. La fuerte y repentina venta de activos, ya sean financieros o no, provocará una deflación de precios de activos, que, en el caso de los activos financieros se traducirá en un *crash* bursátil.

Las ideas principales que pueden extraerse de la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky son las siguientes. En primer lugar, la mayor o menor fragilidad del sistema financiero de una economía capitalista depende de los hábitos de financiación de las unidades económicas que forman la economía. Cuanto más se abuse de la financiación externa, sobre todo a corto plazo, para los proyectos de inversión, más frágil será el sistema financiero. En segundo lugar, el paso de un sistema financiero robusto a uno frágil es un proceso

natural dados los mecanismos de funcionamiento y el comportamiento de los agentes económicos en un sistema capitalista financiero moderno. Es decir que no es necesario ningún *shock* externo al sistema para que una economía capitalista pase de una situación estable, en la que las unidades económicas son solventes y estables, a una situación de fragilidad y crisis financiera.

#### 2.1.2. Ampliación de la hipótesis de la fragilidad financiera a una economía abierta (Kregel)

Kregel (1998a) se basa en la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky para situar las causas de las crisis financieras asiáticas de 1997 en la fragilidad de los sistemas financieros. Si bien dicha hipótesis de la fragilidad financiera fue concebida para un mercado financiero exclusivamente nacional en una economía cerrada, el propio Kregel adapta la hipótesis a los mercados financieros internacionales y a las economías abiertas. El argumento es el siguiente. La crisis financiera de 1997 fue el resultado de la suma de la fragilidad financiera de las economías que posteriormente entraron en crisis y de un *shock* externo que convertiría dicha fragilidad en una crisis financiera de gran magnitud. Durante los años previos a las crisis de esta región, los sistemas financieros de dichas economías fueron deteriorándose y, por tanto, ganando fragilidad, hecho que se manifestaba en el aumento del grado de apalancamiento tanto de bancos como de empresas y en el cada vez mayor recurso a la financiación externa a corto plazo. El aumento de la deuda externa y, sobre todo, de la deuda externa a corto plazo fue el resultado de unas buenas expectativas tanto de acreedores como de prestatarios y de la menor incertidumbre que proporcionaba una política cambiaria de ancla al dólar.

Kregel (1998a) mantiene la hipótesis central de las teorías de Minsky así como las clasificaciones de los flujos de caja y de los tipos de financiación. También defiende la idea de que es el peso relativo de cada tipo de financiación el que determina el grado de vulnerabilidad financiera. En

realidad, el autor se limita a ampliar el número de factores que pueden incidir en el cambio del grado de vulnerabilidad de una economía, es decir, aquellos factores que hacen que las unidades económicas cambien su régimen de financiación. Cabe recordar que los factores que, según Minsky podían provocar tal cambio eran dos: por un lado, estaban los cambios en la economía real que pudieran provocar un aumento o una caída de los flujos de caja de ingresos y, por otra parte, estaban las variaciones en los tipos de interés locales. Sin embargo, según Kregel, en una economía abierta, las unidades especulativas y Ponzi no solamente se ven afectadas por las subidas y bajadas de los tipos de interés internos. Si las unidades que componen dicha economía mantienen relaciones comerciales y financieras con el exterior serán sensibles, además, a los movimientos de los tipos de interés internacionales por un lado y a los movimientos en el mercado de divisas, por otro.

Por lo que se refiere a los movimientos en los tipos de interés internacionales, las unidades especulativas y Ponzi se ven afectadas de la misma manera que si el movimiento se produce en los tipos de interés locales: un aumento de los tipos sobre la deuda contratada en el extranjero altera la estructura de activos y pasivos, provocando un aumento del coste del servicio de la deuda. En cuanto a los movimientos en los mercados de divisas, un alza en el tipo de cambio de la moneda local (es decir, una caída de su valor) provoca los mismos efectos, desde el punto de vista financiero, que una subida de los tipos de interés. En efecto, si las unidades especulativas y Ponzi tienen deuda contraída con el extranjero denominada en una moneda extranjera (por ejemplo el dólar o el yen), una caída del valor de la moneda local encarece automáticamente el servicio de la deuda ya que necesitan un mayor número de unidades de moneda local para hacer frente al mismo pago denominado en moneda extranjera. Pero, además, las variaciones en el tipo de cambio también pueden afectar a las unidades económicas locales, ya sean cubiertas, especulativas o Ponzi, de forma indirecta y a través de la economía real: como sostiene el análisis de Minsky, todas las unidades son sensibles a los cambios

que se produzcan en los flujos de caja de renta. Bien, suponiendo que se produzca una subida del tipo de cambio de la moneda local y que el país en cuestión importe bienes del extranjero, dicha subida provocará un encarecimiento de las importaciones. Esto redundará en una disminución de sus ingresos o, dicho de otro modo, en una caída de sus flujos de caja de renta, lo cual significa que la relación entre los flujos de caja de renta y los flujos de caja de pasivos se verá alterada en todas las unidades que forman el país.

Kregel (1998a) asimismo apunta que las variaciones de los tipos de interés y de los tipos de cambio suelen reforzarse mutuamente: la pérdida del valor de la moneda suele ir seguida por un incremento de los tipos de interés locales si las autoridades monetarias tienen la intención de evitar una caída aún mayor del valor de la moneda.

En definitiva, según Kregel (1998a), en una economía abierta o, lo que es lo mismo, en una economía insertada en el proceso de globalización financiera, las posibilidades de que una economía pase de un estado de salud financiera a otro de inestabilidad financiera no dependen únicamente de los movimientos en los tipos de interés locales, como en el caso de la hipótesis de Minsky, sino que además depende de los movimientos en los tipos de interés internacionales y de las variaciones del tipo de cambio. Puede decirse entonces que, siguiendo las hipótesis de Minsky (1977 y 1986) y de Kregel (1998a), en una economía abierta existen más factores que pueden incidir en el paso de una economía estable a una inestable que en una economía cerrada.

Una vez repasados los elementos que Kregel (1998a) añade a la hipótesis de Minsky (1977 y 1986), queda aún por ver cómo se produce, según Kregel, el paso de un estado de salud financiera a uno de fragilidad financiera. El paso de una economía estable a una inestable descrito por Kregel difiere de la explicación dada por Minsky. Ambos autores coinciden en que, ante unas buenas expectativas económicas –y una situación cambiaria estable según

Kregel-, y un exceso de liquidez –nacional en el caso de Minsky e internacional en el caso de Kregel–, las unidades económicas que forman la economía deciden endeudarse a corto plazo –con el extranjero y en créditos denominados en moneda extranjera según Kregel-. Sin embargo, según Minsky, llegados a este punto, es la demanda de crédito la que presiona al alza los tipos de interés lo cual aumenta el riesgo de impago. Así, ante la imposibilidad de devolver la deuda, las unidades más endeudadas recurren a la venta de activos, lo cual acaba provocando una deflación de precios y un *crash* bursátil. En cambio, Kregel afirma que pueden ser factores externos los que provoquen la contracción de la oferta de crédito. Por ejemplo, en el caso de las crisis asiáticas, uno de los factores externos que desencadenaría dichas crisis pudo ser la volatilidad de los tipos de interés internacionales. En definitiva, Minsky sostiene que son los propios mecanismos de funcionamiento del sistema financiero capitalista los que conducen, de forma ineludible, a una economía inestable hacia una crisis financiera. Por su parte, Kregel afirma que, si bien en una economía abierta el paso de un sistema financiero sano a uno frágil depende de un mayor número de factores (por ejemplo, los tipos de interés internacionales), no existe un mecanismo por el cual la situación de vulnerabilidad financiera se convierta ineludiblemente en una crisis financiera. Según Kregel para que la fragilidad financiera se convierta en crisis financiera, tiene que surgir un *shock* externo.

Otro autor que ha contemplado la posibilidad de que la hipótesis de Minsky pueda ser ampliada a los mercados financieros internacionales es Kindleberger (1978). El autor resume el ciclo financiero descrito por Minsky de la siguiente manera. El ciclo comienza con un “desplazamiento” (*displacement*), que es un *shock* macroeconómico exógeno y positivo. Este *shock* puede ser de cualquier tipo (el final de una guerra, una revolución tecnológica o industrial...). Sea cual sea su naturaleza, el *shock* hace que aumenten las expectativas de crecimiento de la economía y las expectativas de ganancias de las empresas. A esto sigue, según Kindleberger, una etapa de

euforia en la que las altas expectativas de rentabilidad permiten que se genere un *boom* de crédito. A su vez, las condiciones demasiado laxas de concesión del crédito alimentan un optimismo excesivo sobre las posibilidades de ganancia de las inversiones. En definitiva, la expansión del crédito y las expectativas de beneficios se alimentan la una a la otra, dando lugar a la aparición de un “peligro financiero” que culmina en un pánico y una crisis.

Así, Kindleberger contempla la posibilidad de que esta hipótesis se amplíe al nivel internacional. No obstante, se limita a contemplar la posibilidad sin ampliar el modelo del modo en que lo hace Kregel. Kindleberger apunta que los mecanismos descritos por Minsky se ven reforzados cuando se dan a escala internacional. Dados los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales, el *boom* de crédito es mayor y la retirada masiva de crédito es, también mayor.

En este punto concreto, la interpretación que hacen Kindleberger (1978) y Kregel (1998a) de la hipótesis de Minsky (1977 y 1986) son sesgadas. Según Kindleberger y Kregel, Minsky elabora un modelo que trata de explicar cómo una economía puede encontrarse en una situación de fragilidad financiera en la que un *shock* externo (problemas políticos, quiebra de una gran empresa, guerra... en el caso de Kindleberger; volatilidad de los tipos de interés internacionales y nacionales así como de los tipos de cambio, en el caso de Kregel), por pequeño que sea, desencadena una crisis financiera de gran magnitud<sup>33</sup>. Sin embargo, Minsky (1977 y 1986), en su hipótesis de la fragilidad financiera insiste en el hecho de que lo que le distingue de otros economistas más convencionales es precisamente la posibilidad de que se produzca una crisis financiera sin la necesidad de que se dé previamente un accidente externo al sistema. En otras palabras, y como ya se ha señalado, Minsky asegura que son los mecanismos de funcionamiento de una economía

---

<sup>33</sup> Más adelante, se verá que esta hipótesis es la mantenida por los modelos de segunda generación de crisis de tipo de cambio.

financiera capitalista los que provocan una serie de acontecimientos que acaban desembocando en una crisis financiera. Pero bien es cierto que Minsky (1977 y 1986) tampoco niega la posibilidad de que un *shock* externo de las características de los descritos por Kindleberger (1978) y Kregel (1998a) pueda precipitar los acontecimientos y acelerar los procesos por los que se llega a una crisis financiera (Papadimitriou y Wray, 1999).

## 2.2. Síndrome del sobreendeudamiento (McKinnon y Pill)

Siguiendo la idea general de que las crisis siguen a periodos de sobrecalentamiento económico, estableciéndose así ciclos de crecimiento y depresión en la economía, los autores McKinnon y Pill (McKinnon, 1993; McKinnon y Pill, 1996, 1997, 1998 y 1999) elaboran un modelo teórico que pretende modelizar la aparición del síndrome del sobreendeudamiento. La hipótesis central de los autores es que la puesta en marcha de un programa de reforma económica que incluya, entre otras medidas, un ajuste estructural de la economía y un programa de liberalización financiera provoca, bajo ciertas condiciones (garantías del gobierno y ausencia de un sistema de supervisión eficaz de la actividad bancaria) el sobreendeudamiento, tanto de los bancos como de las empresas no financieras, lo cual facilita el estallido de una crisis financiera.

Esta idea aparece primero en los trabajos de McKinnon (1993) y, posteriormente, el mismo autor elabora, junto con Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) un modelo teórico que pretende demostrar esta hipótesis. En las primeras versiones del modelo (McKinnon y Pill 1996, 1997 y 1998), los autores se ciñen al estudio del comportamiento de variables reales. Es decir que, omitiendo aspectos monetarios como el movimiento del valor de las monedas, tratan de explicar cómo puede producirse el sobreendeudamiento de las unidades económicas en base al comportamiento de las variables reales de la economía. En las últimas versiones del modelo (McKinnon y Pill, 1999), en

cambio, los autores introducen aspectos monetarios como el riesgo de tipo de cambio para mostrar cómo el comportamiento de las variables monetarias puede reforzar el proceso de sobreendeudamiento. Por este motivo, la explicación del modelo de McKinnon y Pill que se va a realizar a continuación está dividida en dos epígrafes. En el primero, se resume el modelo “no monetario” o “real” y en el segundo, se completa la explicación del síndrome del sobreendeudamiento con la introducción del riesgo de tipo de cambio.

### 2.2.1. Primer modelo de sobreendeudamiento: variables reales

Antes de abordar la explicación del modelo real (McKinnon y Pill, 1996, 1997 y 1998) se debería examinar primero cuáles son los elementos que lo forman. Los elementos del modelo son los siguientes. En primer lugar, está  $f(\cdot)$  que es la función de producción anterior a la implantación de un paquete de reformas entre las que se encuentra el ajuste estructural. Refleja un sistema de producción con carga tecnológica baja. El segundo elemento es  $\alpha g(\cdot)$ <sup>34</sup> que es la función de producción del mismo país, una vez implantado el programa de reformas económicas. Esta función de producción refleja un sistema de producción con una carga tecnológica superior a la de la función  $f(\cdot)$ . Se está presuponiendo, pues, que el paquete de reformas ha supuesto para la economía real una mejora de los sistemas de producción (probablemente mediante la apertura de la cuenta corriente e importación de tecnología de otros países). Lógicamente, los rendimientos que arroja  $\alpha g(\cdot)$  son superiores a los que reporta  $f(\cdot)$  pero la adopción del sistema de producción representado por  $\alpha g(\cdot)$  requiere una inversión inicial, por parte del empresario, de  $K$ . En el modelo también se presupone que la financiación de la inversión en la nueva tecnología debe realizarse con fondos ajenos (y no propios). En otras palabras,  $K$  debe financiarse con deuda.

---

<sup>34</sup>  $\alpha$  (que puede ser conocida o bien una incógnita) refleja el impacto de la situación económica en los rendimientos de la nueva función de producción.

Otro elemento importante del modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) es el papel de la red bancaria de la economía inmersa en un proceso de reformas. En su modelo, se presupone que el sistema bancario es el único intermediario financiero de la economía<sup>35</sup> y que, además, intermedia todo el capital de dicha economía<sup>36</sup>. También se insiste en la función de los bancos como transmisores y recopiladores de información. Ya que son los únicos intermediarios financieros de la economía e intermedian todo el ahorro, son, también, los que determinan los precios del dinero (tanto la remuneración de los depósitos como el coste del préstamo). Pero para establecer el precio del dinero, tienen que estar capacitados para prever el futuro de la economía (deben, pues, tener la información correcta y necesaria); o, al menos, son los agentes mejor capacitados para ejercer dicha tarea. Si los agentes bancarios tienen más información que los no bancarios acerca de la situación futura de la economía, entonces puede decirse que existe asimetría de la información en el mercado financiero. Mediante el precio del dinero, la banca transmite al resto de los agentes económicos cual es (o cual cree que es) la situación futura de la economía.

En el modelo de McKinnon y Pill, dicha asimetría se da a la inversa que en las hipótesis de Hermalin y Rose (1999) y de Mishkin (1996 y 1998). Es decir, en el modelo de McKinnon y Pill, los bancos tienen más y mejor información que las empresas acerca del futuro de la economía. Sin embargo, según Hermalin y Rose y Mishkin, son las empresas las que tienen más información que la banca. Aunque parezca paradójico, ambas posturas son perfectamente compatibles. Por una parte, según McKinnon y Pill, α refleja el impacto de la situación de la economía en los rendimientos de la nueva función

---

<sup>35</sup> Esto significa que no existen instituciones financieras no bancarias como los fondos de inversión colectiva. Este supuesto se adapta bastante a la realidad del problema que quieren resaltar los autores: la mayoría de las economías en transición, con sistemas financieros subdesarrollados o poco desarrollados carecen de una red de intermediarios financieros no bancarios.

<sup>36</sup> Es decir que todo el ahorro que se genera en la economía es intermediado por el sistema bancario antes de convertirse en deuda para financiar proyectos de inversión.

de producción. Si el impacto es positivo, los rendimientos serán mayores y, si es negativo, serán menores. Los autores (McKinnon y Pill, 1996), descomponen  $\alpha$  en dos elementos:  $\alpha=a+\varepsilon$ , donde  $a$  representa el riesgo macroeconómico, es decir, el impacto en los rendimientos de la empresa de una buena o una mala situación de la economía en su conjunto. Por su parte,  $\varepsilon$  se refiere al riesgo específico de la empresa, al impacto que tendrá en sus rendimientos de producción la mala o buena situación financiera de la empresa (por ejemplo). Según los autores, la gestión del riesgo  $\varepsilon$  correrá a cargo de las empresas no financieras y la del riesgo  $a$  a cargo de los bancos. Las empresas no invertirán recursos en seguir y evaluar a porque, en primer lugar, es una función que corresponde al sistema bancario por su propia naturaleza y también porque, en segundo lugar, el resto de la red empresarial no incurrirá en este coste, por lo que la empresa que ejerciera esta actividad sufriría unos costes de producción mayores que los de sus competidores, lo cual redundaría negativamente en el negocio<sup>37</sup>. En cambio, las funciones de intermediación de la red bancaria arriba descritas permitirán a las instituciones financieras gestionar el riesgo macroeconómico con mayor facilidad e incurriendo, por tanto, en menores costes. Por lo que respecta al riesgo específico de cada empresa ( $\varepsilon$ ), McKinnon y Pill (1996) sostienen el mismo principio que Hermalin y Rose (1999) y que Mishkin (1996 y 1998). Es decir, los autores parten de la base de que los empresarios tienen más y mejor información acerca del riesgo específico de su negocio que los bancos que les conceden financiación. Por tanto, mientras la red bancaria evaluará el riesgo  $a$  y establecerá el precio del dinero en función de este riesgo, las empresas no financieras gestionarán y evaluarán su riesgo específico  $\varepsilon$ . No obstante, McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) omiten el riesgo  $\varepsilon$  de su análisis.

Además, en el modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998), el comportamiento de la red bancaria se va a ver condicionado por las garantías

---

<sup>37</sup> En otras palabras, surge de nuevo el problema del *free-rider* ya planteado por Mishkin (1996 y 1998).

gubernamentales y el riesgo moral que éstas generan. Las garantías gubernamentales son garantías concedidas por el gobierno a los bancos nacionales, asegurando los depósitos bancarios en caso de que surja un *shock* económico que ponga en peligro la supervivencia de la red bancaria. Estas garantías pueden ser explícitas o implícitas. Asimismo, las garantías también pueden ser reales o creadas. Las garantías son creadas cuando, por ejemplo, el gobierno ha rescatado bancos en dificultades en el pasado pero, por un motivo cualquiera, decide no volver a conceder este tipo de ayudas. Muchos bancos nacionales se seguirán comportando como si existiera aún este tipo de garantías. Y es que la existencia de estas garantías (o la creencia de que existen) determina en gran modo el comportamiento de los agentes financieros de un país, creando en ellos el llamado riesgo moral. Sabiendo (o creyendo) que están respaldadas por el Estado, las instituciones bancarias tenderán a sobrevalorar las expectativas de producción y productividad de la economía, aventurándose en operaciones arriesgadas que ofrecerán altas rentabilidades si los proyectos se realizan satisfactoriamente y cuyas pérdidas serán soportadas (si la garantía es real) por el gobierno si el proyecto fracasa.

Como se verá a continuación, en la explicación del modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998), los resultados de las reformas económicas y de los distintos tramos de liberalización financiera darán unos resultados u otros dependiendo de si actúa el riesgo moral o no. Esto significa que, dando por sentado que todos los elementos expuestos hasta ahora<sup>38</sup> son características intrínsecas de la economía, existen otros dos elementos cuya existencia o ausencia determinará, en gran medida, la salud financiera de la economía. Estos dos elementos son la incertidumbre y un sistema de supervisión y regulación eficaz de la actividad bancaria. En primer lugar y por lo que respecta a la incertidumbre, en este primer modelo real, la incertidumbre se

---

<sup>38</sup> Esto es, las funciones de producción  $f(\cdot)$  y  $g(\cdot)$ , la existencia de una red bancaria con las características señaladas y la existencia (o la creencia de que existen) garantías gubernamentales.

refiere únicamente a la incertidumbre, por parte de las unidades económicas (en este caso, tanto bancos como empresas no financieras), sobre el impacto en la rentabilidad de los proyectos de inversión de la aplicación de nuevas tecnologías en los sistemas de producción. Si hay incertidumbre,  $\alpha$  es una variable y no una constante. Los bancos sobrevalorarán entonces las expectativas de producción y productividad por los motivos ya expuestos y habrá riesgo moral. Sin embargo, en ausencia de incertidumbre ( $\alpha$  es una constante) no hay riesgo moral: los bancos no pueden sobrevalorar las expectativas de producción y productividad, simplemente porque no tienen que evaluar dichas expectativas, éstas vienen dadas. En segundo lugar y suponiendo que el entorno sea incierto, la aparición del riesgo moral puede evitarse mediante la implantación, por parte del gobierno, de un sistema de supervisión y regulación de las operaciones de los bancos. Con incertidumbre, los bancos serán los encargados de evaluar las expectativas de la actividad económica pero si el gobierno controla de cerca esta actividad bancaria, impedirá que las instituciones financieras se basen en la supuesta existencia de unas garantías gubernamentales para inflar las expectativas de rentabilidad de la economía para el periodo siguiente.

McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) combinan todos estos elementos para explicar cómo se produce el sobreendeudamiento en una economía recientemente liberalizada. Así, se verá a continuación cómo se combinan estos elementos en las tres etapas de un proceso de liberalización financiera. En la primera etapa, la economía está cerrada desde el punto de vista financiero (*financially repressed economy*, FRE); en la segunda, el sector financiero local ha sido liberalizado pero la cuenta de capital se mantiene cerrada (*domestically liberalized economy*, DLE); y, en la tercera y última etapa, se abre finalmente la cuenta de capital (*internationally liberalized economy*, ILE).

a) Sector financiero no liberalizado (FRE)

En esta primera fase, ya se han adoptado medidas de liberalización que han permitido la introducción, en el país, de nuevas técnicas de producción (que dan lugar a la función de producción  $g(\cdot)$ ), pero el sistema financiero aún no se ha liberalizado. El sistema financiero está subdesarrollado por lo que no hay intermediación financiera que permita la creación de ahorro ( $S$ ) e inversión ( $I$ ). Así pues, aunque las nuevas técnicas de producción existen, no están al alcance de ningún empresario: no hay ahorro, por lo que no puede haber deuda ( $D$ ) ni inversión. En otras palabras, la renta ( $Y$ ) se consume por completo (si  $S=0$ ,  $Y=C$ ).

b) Liberalización financiera local (DLE)

En la segunda fase, si bien no se ha abierto aún la cuenta de capital, se ha desregulado el mercado financiero interno, lo cual ha permitido que se cree cierta actividad bancaria que financie el acceso a las nuevas tecnologías. En una situación de estas características, el comportamiento de las variables económicas será uno u otro, dependiendo de si el impacto que va a tener la aplicación de las nuevas tecnologías en la producción y en la productividad ( $\alpha$ ) es cierto o incierto.

Se parte, primero, del supuesto de que no hay incertidumbre:  $\alpha$  no es una variable, es una constante, y además, es conocida por los intermediarios bancarios. En estas condiciones, el incipiente mercado financiero funciona correctamente. En efecto, aunque existan garantías gubernamentales, no aparece el problema del riesgo moral. Esto es así sencillamente porque no hay riesgo ( $\alpha$  es conocida): los bancos saben cuáles van a ser la producción y la productividad en función de las técnicas que se elijan (tradicional o moderna) por lo que establecerán correctamente el precio del dinero (el tipo de interés,  $i$ ). Dada la inversión inicial que requiere la adopción de nuevas técnicas de

producción ( $K$ ), dada la existencia de una red bancaria que intermedia eficientemente el ahorro (remunerando depósitos y financiando la inversión) y dado el coste la financiación de dicha inversión ( $i$ ), las empresas no financieras se dividirán en dos grupos con comportamientos diferentes. El primer grupo de empresas mantendrá su sistema de producción con la vieja tecnología  $f(\cdot)$ . Sin embargo, la existencia de una red bancaria que remunera los depósitos hará que estos agentes, en vez de consumir su renta por completo, ahorren parte de sus rendimientos para depositarlos en los bancos y percibir una remuneración por ello ( $S>0$ ). Simultáneamente, el segundo grupo de empresas aprovechará las posibilidades de financiación que les otorgan la existencia de una red bancaria y el ahorro de otras unidades para endeudarse con el fin de financiar la inversión inicial ( $K$ ) que requiere la adopción de nuevas tecnologías (que ofrecen mayores rendimientos en la producción).

También se puede partir del supuesto de que existe incertidumbre acerca del impacto que tendrá la reforma en los rendimientos de las empresas, o sea, que existe incertidumbre acerca del futuro de la economía. En otras palabras, los bancos no conocen con certeza el valor de  $\alpha$  y tienen, por tanto, que evaluarlo. En este entorno, los resultados para la economía serán distintos en función de si existe un sistema eficaz de supervisión y regulación bancaria. Si existe dicho sistema, entonces significa que los bancos no pueden actuar en función de la presunta existencia de unas garantías gubernamentales, y, por tanto, no se explota el riesgo moral. En este caso, los bancos evalúan correctamente el riesgo  $\alpha$  y los resultados para la economía en su conjunto serán similares a los que se dan en un entorno cierto. Si, por el contrario, no existe un sistema de regulación bancaria y los bancos explotan el riesgo moral, se sobrevalorarán los rendimientos esperados de la economía para el periodo siguiente. En efecto, como ya se señaló, al existir (o al presumir que existe) una red de garantías gubernamentales que aseguren los depósitos bancarios y al no existir un sistema de supervisión y regulación eficaz de la actividad bancaria, los bancos sobrevalorarán los rendimientos esperados de la economía para el

periodo siguiente ( $\alpha$  esperado positivo y alto) lo cual se traducirá en mayores tipos de interés (recuérdese que el tipo de interés es el canal mediante el cual el sistema bancario propaga su información al sector no bancario). Esto es así porque la banca piensa, en estas condiciones, que en caso de que las buenas expectativas se materialicen, tendrán altas ganancias (a través del elevado tipo de interés) y, en caso de que las expectativas hayan sido demasiado optimistas y los resultados reales de la economía no sean tan buenos, el gobierno soportará las pérdidas mediante la garantía de los depósitos bancarios. En definitiva, “bajo la garantía de los depósitos, los bancos mal supervisados preferirán apostar con el dinero del gobierno” (McKinnon y Pill, 1997, p. 192).

Aunque se explote el riesgo moral, los resultados para el conjunto de la economía no tienen porque ser desastrosos: puede que no se produzca un sobreendeudamiento peligroso. Si bien los empresarios tienen incentivos para endeudarse ya que la rentabilidad de adoptar nuevas técnicas de producción parece muy alta, el tipo de interés es muy elevado lo cual, por una parte, encarece notablemente el coste de financiar la inversión inicial de las nuevas tecnologías ( $K$ ) y, por otra parte, supone una alta remuneración de los depósitos bancarios con lo que el coste de oportunidad de endeudarse en vez de ahorrar y depositar el dinero en un banco es elevado; por consiguiente, también existen desincentivos para sobreendeudarse. Así, el hecho de desregular el sistema financiero interno, aun en un entorno incierto y con explotación del riesgo moral no tiene por qué implicar forzosamente el desencadenamiento de un proceso de sobreendeudamiento.

### c) Apertura de la cuenta de capitales (ILE)

En la tercera fase, además de haberse llevado a cabo la reforma del sector real de la economía y de haberse desregulado el sistema financiero local, las autoridades deciden abrir la cuenta de capitales al sector exterior. El primer efecto de esta política es, según los autores (McKinnon y Pill, 1996, 1997 y

1998), la caída del tipo de interés local ( $i$ ), para que éste se adapte al nivel del tipo de interés internacional ( $i^*$ ), que es menor. Esto se debe a tres supuestos que se dan en el modelo. El primer supuesto es que el tipo de interés mundial ( $i^*$ ), que viene dado en el modelo, es inferior al tipo de interés local ( $i$ ). El segundo supuesto consiste en que, paralelamente a la apertura de la cuenta de capitales, el gobierno no está estableciendo ninguna medida que controle la entrada de capital externo: el capital extranjero tiene plena libertad para entrar en el país. El tercer y último supuesto es que los mercados de capitales de todos los países que han abierto su sector financiero al exterior están plenamente integrados. Esto hace que los tipos de interés de todos los países se igualen en el momento en que se abren las cuentas de capital. Como consecuencia, todas las unidades económicas del país abandonarán el sistema de producción antiguo y se endeudarán para financiar el cambio al sistema de producción más avanzado. Esto es así porque, con menores tipos de interés que antes de que se abriera la cuenta de capital y sin necesidad de generar ahorro interno ya que el país tienen acceso, ahora, al ahorro externo, las unidades económicas no tendrán incentivo alguno para mantener su antiguo sistema de producción y ahorrar parte de su excedente para depositarlo en la red bancaria. Así las cosas, la economía ya no se dividirá en agentes deudores y agentes ahorreadores sino que la economía en su conjunto se convertirá en deudora del sector exterior.

En esta fase, se omitirá el análisis del proceso en un entorno cierto<sup>39</sup>. Existiendo, pues, incertidumbre acerca de los efectos de la reforma económica para la economía en su conjunto, el comportamiento de las unidades económicas y el resultado de dicho comportamiento variará, una vez más, en función de si se explota o no el riesgo moral.

---

<sup>39</sup> Ya se señaló que el supuesto de la ausencia de incertidumbre, además de ser poco realista, no permite que se dé el síndrome del sobreendeudamiento, que es el objeto del análisis del modelo de McKinnon y Pill.

Suponiendo que no existe riesgo moral<sup>40</sup>, y que, por tanto, los rendimientos esperados para el siguiente periodo se evalúen correctamente por parte de todos los agentes económicos en juego, no se producirá un problema de sobreendeudamiento. En el periodo siguiente, los rendimientos positivos generados por las nuevas técnicas de producción serán suficientemente elevados como para que todos los empresarios no bancarios del país respondan a sus obligaciones financieras y la deuda se devuelva.

Suponiendo que existe riesgo moral y bajo los mismos supuestos, se producirá un sobreendeudamiento de la economía. Al igual que cuando la economía aún no había abierto su cuenta de capital (y por los mismos motivos), el sistema bancario sobrevaluará la rentabilidad de los proyectos de inversión relacionados con la reforma de la economía real (esto es, los proyectos de inversión realizados con nuevas tecnologías). Siendo la red bancaria el sector, teóricamente, mejor preparado para evaluar el riesgo y la rentabilidad futura de los proyectos de inversión en el conjunto de la economía, los demás agentes económicos (empresas locales no financieras e inversores extranjeros) se basarán en las expectativas del sistema bancario para tomar sus decisiones de inversión. Sin embargo, a diferencia de lo que ocurría cuando la cuenta de capital aún no se había abierto, las buenas expectativas para el periodo siguiente no se traducirán en elevados tipos de interés (que contribuyen a desincentivar el endeudamiento). Y este acceso a una financiación barata hará que todos los empresarios no bancarios de la economía se conviertan en deudores, financiándose con ahorro externo. De modo que se produce un endeudamiento masivo basado en cálculos erróneos de rentabilidad y riesgo. A menos que en el periodo siguiente se cumplan (de modo casi milagroso) las expectativas, demasiado optimistas, de producción y productividad, se producirá un fuerte deterioro financiero de la economía. En efecto, la rentabilidad real de las inversiones será inferior a la rentabilidad esperada con

---

<sup>40</sup> Es decir, suponiendo, una vez más, que existe un sistema gubernamental que controla la actividad de la banca para que ésta no sobrevalúe las expectativas de producción y

lo que los agentes deudores tendrán menos ingresos, lo cual dificultará el pago de la deuda. Teniendo en cuenta que se ha producido un endeudamiento masivo de todos los agentes de la economía, esto equivale a decir que el país tendrá dificultades para pagar su deuda externa a los inversores extranjeros. En definitiva, “(El) sobreendeudamiento ocurre cuando el sector privado no bancario se vuelve *eufórico* o *triunfalista* acerca del éxito de la reforma debido a la optimista señal implícita acerca de los desarrollos macroeconómicos contenida en las laxas condiciones de endeudamiento” (McKinnon y Pill, 1998, p. 337).

Según los mismos autores (McKinnon y Pill, 1998), también podría ocurrir que bajo los supuestos señalados y en presencia de riesgo moral por parte del sector bancario, los propios agentes no bancarios se percataran de la existencia de dicho riesgo moral y decidieran reevaluar a la baja las expectativas de producción y productividad demasiado optimistas del sector bancario. Sin embargo, cuando esto ocurre, según los mismos autores, existen desincentivos para que estas empresas se comporten de modo más cauteloso, evitando el sobreendeudamiento. Esto se explica por lo siguiente. Se parte del supuesto de que un empresario no financiero es consciente de la existencia del riesgo moral del sector bancario. Aunque decida tomar sus decisiones de inversión basándose en expectativas de ganancias más modestas, esta actitud no le aportará ningún beneficio si los demás empresarios no bancarios no adoptan la misma actitud que él. Si todos los demás agentes emprenden actividades de inversión demasiado arriesgadas, el riesgo de quiebra generalizada sigue existiendo. Ante la quiebra de un gran número de empresas, los bancos acreedores de dichas empresas –es decir, la red bancaria nacional– también entrarán en riesgo de impago. Y así, se producirá una quiebra generalizada del país, lo cual reducirá notablemente la actividad económica y perjudicará sensiblemente al empresario cauto. De modo que aunque algunos agentes, conscientes de la existencia de riesgo moral en la red bancaria,

---

productividad apoyándose en las garantías del gobierno.

decidieran cambiar sus decisiones de inversión buscando proyectos más seguros y no sobreendeudándose, su actitud no les reportaría ningún beneficio si la mayoría de las empresas siguen a rajatabla las señales enviadas por el sector bancario<sup>41</sup>. Los agentes “conservadores” preferirán, pues, seguir el comportamiento de la mayoría de los agentes no bancarios, teniendo, para un mismo riesgo sistémico, al menos, mayores oportunidades de ganancia.

#### 2.2.2. Segundo modelo de sobreendeudamiento: variables reales y monetarias

A finales de la década de los noventa, McKinnon y Pill (1999) introducen variables monetarias en su modelo del síndrome del sobreendeudamiento. En el nuevo modelo, consideran que los aspectos monetarios también desempeñan un papel destacado en el proceso, además de las variables estrictamente reales. En este segundo modelo, los autores empiezan estudiando cómo puede producirse el sobreendeudamiento de una economía en función de variables exclusivamente monetarias para luego unir este modelo al modelo del sobreendeudamiento basado en variables reales. En primer lugar, se estudiará el modelo del sobreendeudamiento basado en variables exclusivamente monetarias para luego analizar cómo McKinnon y Pill (1999) unen ambos modelos.

##### a) Sobreendeudamiento en base a variables exclusivamente monetarias

El sobreendeudamiento “monetario” se produce porque, en una economía recientemente liberalizada, la red bancaria local se endeuda fuertemente con el extranjero y en divisas sin cubrirse totalmente del riesgo de tipo de cambio, aprovechando el tipo de interés internacional, que es más bajo. Al introducir el tipo de cambio en el modelo, en realidad, McKinnon y Pill (1999) están relajando el supuesto, poco realista, de la integración plena de los mercados de

---

<sup>41</sup> Una vez más, se pone de manifiesto el problema del *free-rider*.

capitales<sup>42</sup>. Así, si los mercados de capitales no están plenamente integrados, existen diferenciales entre los tipos de interés de los distintos países. El tipo de interés real mundial ( $r^*$ ) es igual al tipo nominal ( $i^*$ ) una vez descontada la inflación esperada mundial ( $\mathbb{E}i^*$ ):  $r^* = i^* - \mathbb{E}i^*$ , el tipo de interés real local ( $r$ ) se define de la misma manera:  $r = i - \mathbb{E}i$  y existe un diferencial entre los tipos de interés nominales:  $i - i^*$ . Suponiendo que existe paridad cubierta de los tipos de interés, entonces la diferencia entre los tipos de interés nominales se cubre con la prima del tipo de cambio a plazo ( $f$ ). De modo que  $i = i^* + f$ . Esto significa que, para un banco local, endeudarse en moneda local al tipo  $i$  equivale a endeudarse en moneda extranjera al tipo  $i^*$  cubriendo su posición en el mercado de divisas a futuros (prima  $f$ ).

Otros elementos importantes de este segundo modelo son, una vez más, las garantías de los depósitos bancarios otorgadas por el gobierno y el riesgo moral que éstas generan cuando, en un entorno incierto, no existe un sistema de supervisión que controle la actividad bancaria. En efecto, si la cuenta de capitales está abierta al exterior y no existen medidas que controlen la entrada de capital foráneo y si existen garantías sobre los depósitos bancarios y la actividad bancaria no se supervisa correctamente, las instituciones financieras del país no invertirán recursos en cubrir sus posiciones en divisas. Siendo el tipo de interés mundial menor que el local, los bancos se endeudarán con el extranjero sin cubrir el riesgo de tipo de cambio (mediante la prima  $f$ ) confiando en que, en caso de que la moneda local pierda valor con respecto a las divisas en las que se están endeudando, el gobierno asuma las pérdidas del sector. En definitiva, actuando de este modo, el sector bancario está transfiriendo la gestión del riesgo de tipo de cambio a las autoridades monetarias.

---

<sup>42</sup> Este supuesto se introdujo en la explicación del proceso una vez que se ha abierto la cuenta de capitales. Recuérdese que este supuesto permitía que se igualara el tipo de interés local con el tipo de interés internacional en el momento en que se abría la cuenta de capital al exterior.

Para comprender mejor cuál es el “margen de tentación” de los bancos en el endeudamiento en moneda extranjera y sin cubrir sus posiciones en el mercado de divisas a futuros, McKinnon y Pill (1999) desarrollan el concepto de la “prima de super riesgo” (*super risk premium*). Para saber cuál es la prima de super riesgo, hay que ahondar más en qué determina el diferencial de tipos de interés. Según los autores, dicho diferencial también puede expresarse de la siguiente manera:  $i - i^* = E\hat{e} + \rho_{divisa}$ , donde  $E\hat{e}$  es la depreciación esperada de la moneda local y  $\rho_{divisa}$  es la prima por riesgo de tipo de cambio. La existencia de dicha prima se explica por la mayor volatilidad del valor de la moneda local con respecto al valor de otras monedas más fuertes como, por ejemplo el dólar americano. McKinnon y Pill (1999) han creado un modelo que explica el sobreendeudamiento en economías emergentes y países subdesarrollados, lo cual justifica que se presuponga que la moneda local tienda a ser más volátil. Así, la prima por riesgo de tipo de cambio es la remuneración extra que percibe un agente por tener activos denominados en moneda local en vez de en moneda extranjera (es la remuneración por correr un riesgo mayor). Por su parte, la depreciación esperada de la moneda puede dividirse en dos elementos:  $E\hat{e} = E\hat{e}_{predecible} + E\hat{e}_{cambio\ de\ régimen}$ . El primer componente cobra sentido cuando el régimen cambiario del país en transición es un régimen fijo o semi-fijo, es decir un ancla o un tipo de cambio deslizante. Especialmente si se trata de un tipo de cambio deslizante, habrá una tasa más o menos estipulada de depreciación de la moneda que las autoridades monetarias comunicarán, de algún modo, al resto de los agentes de la economía. Esta tasa es, pues, conocida y predecible. El segundo componente refleja la pequeña probabilidad de un cambio de régimen que provoque una fuerte e impredecible devaluación de la moneda. El caso más típico es cuando, bajo la presión de un ataque especulativo contra la moneda local, las autoridades monetarias deciden abandonar el régimen fijo o semi-fijo de la moneda, dejando que ésta flote. De los dos componentes de la depreciación esperada de la moneda, solamente  $E\hat{e}_{cambio\ de\ régimen}$  forma parte del “margen de tentación” de los bancos locales para endeudarse en moneda extranjera. El otro componente es perfectamente

predecible por lo que, incluso los bancos con horizontes a muy corto plazo, tendrán en cuenta esta pérdida de valor de la moneda al realizar sus operaciones.

Así, la prima de “super riesgo”, es decir, el “margen de tentación” de los bancos para sobreendeudarse estará compuesta por la prima del riesgo de tipo de cambio y por la parte del diferencial de tipos de interés que se explica por la posibilidad de que las autoridades monetarias abandonen el régimen cambiario y se produzca una fuerte e impredecible pérdida de valor de la moneda:  $\rho_{super} = \rho_{divisa} + E_{cambio\ de\ regimen} - i^* - E_{predecible}$ . Si no se explota el riesgo moral, los bancos se cubrirán del riesgo de endeudarse en moneda extranjera, con lo que incurrirán en un coste, de modo que tendrán que cargar a sus deudores locales un tipo de interés que refleje la suma del tipo de interés mundial y del coste de cubrirse de endeudarse en moneda extranjera. Este tipo de interés será  $i$ , siendo

$$i = i^* + \rho_{divisa} + E_{cambio\ de\ regimen} = i^* + E_{predecible} + \rho_{super}$$

Si, por el contrario, se explota el riesgo moral, los bancos no se cubrirán adecuadamente del riesgo de endeudarse en moneda extranjera al tipo de interés mundial, y aprovecharán el bajo coste de endeudarse con el extranjero (explotando el riesgo moral) cargando a los deudores locales un tipo de interés también inferior. El tipo de interés con riesgo moral será  $\hat{i}$ , siendo  $\hat{i} = i^* + E_{predecible}^{43}$ .

Del mismo modo que ocurría en el primer modelo, aunque existan empresas no bancarias que se den cuenta de que los bancos de su país están explotando el riesgo moral y concediendo préstamos a tipos de interés artificialmente bajos, no tendrán incentivos para conseguir préstamos más caros porque soportarían un coste financiero más elevado que las empresas competidoras (coste que, lógicamente tendría que ser repercutido en los precios de venta de sus productos). Tampoco existirán bancos conservadores que

cubran sus posiciones en moneda extranjera si la mayoría de los bancos explotan el riesgo moral ya que esto significaría que el coste de la financiación que cargarían a las empresas locales tendría que ser más elevado ( $i$ ) y dichas empresas solicitarían financiación a los bancos que ofrecieran menores tipos de interés ( $\hat{i}$ ).

b) Unión de los dos modelos

Si se añade la posibilidad de que se produzca un sobreendeudamiento en base a variables monetarias a la posibilidad de que se produzca un sobreendeudamiento en base a variables reales, la consecuencia lógica es que las posibilidades de que se sobreendeude la economía aumentan.

En el primer modelo, se presupone que los bancos locales están evaluando correctamente el tipo de interés, es decir, se presupone que se están endeudando con el extranjero al tipo  $r^*+\rho_{super}$ , siendo  $\rho_{super}$  inexistente, y que cargan este mismo tipo de interés a las empresas no financieras. Bajo este supuesto (y con las condiciones ya analizadas<sup>44</sup>), sólo puede haber sobreendeudamiento si se explota el riesgo moral, en el sentido de que no existe un sistema de supervisión de la actividad bancaria que impida la sobrevaluación de las expectativas de productividad. En el segundo modelo, sólo se puede producir un sobreendeudamiento si, partiendo del supuesto de que los bancos evalúan correctamente las expectativas de productividad para el año siguiente (y con las condiciones ya expuestas<sup>45</sup>), se explota el riesgo moral en el sentido de que no existe un sistema de regulación bancaria que impida

---

<sup>43</sup>  $i-\hat{i}=\rho_{super}$ .

<sup>44</sup> Recuérdese: hay incertidumbre con respecto a los efectos de la reforma en la productividad de las nuevas tecnologías, el sistema bancario intermedia todo el ahorro de la economía, existen (o los bancos creen que existen) garantías de los depósitos bancarios por parte del gobierno, la cuenta de capitales está abierta al exterior y no existen controles de ningún tipo a la entrada de dichos capitales.

<sup>45</sup> Estas condiciones son las mismas que las expuestas en la nota a pie de página anterior.

que los bancos infravaloren el riesgo de tipo de cambio (transfiriendo esta función a las autoridades monetarias).

Uniendo ambos modelos, las posibilidades de que se produzca un sobreendeudamiento son, como ya se ha comentado, mayores. Con una cuenta de capitales abierta y sin medidas que controlen la entrada de capital foráneo, existiendo garantías gubernamentales (o creyendo que existen) y en un entorno incierto, pueden darse cuatro escenarios distintos. En el primero, existe un sistema de regulación bancaria que impide tanto la sobrevaluación de las expectativas de productividad como la infravaloración del riesgo de tipo de cambio. Se impide, pues, que operen cualquiera de los dos tipos de riesgo moral y no se produce un sobreendeudamiento. En el segundo escenario, las garantías gubernamentales son capaces de controlar la sobrevaluación de las expectativas de productividad pero no consiguen evitar que el riesgo de tipo de cambio se infravalore. En una situación así, se produce un sobreendeudamiento basado en variables monetarias: a diferencia de lo que ocurría en el primer modelo, puede iniciarse un proceso de sobreendeudamiento (en base a variables monetarias) aunque el comportamiento de las variables reales sea el adecuado. En el tercer escenario, existe un sistema de supervisión que permite que los bancos gestionen adecuadamente el riesgo de tipo de cambio pero, en cambio, no consigue evitar que se explote el riesgo moral en base a variables reales. En este tercer escenario, también se inicia un proceso de sobreendeudamiento aunque esta vez motivado por variables reales. En el cuarto y último escenario, el sistema de regulación bancaria, o bien no existe, o bien existe pero es demasiado laxo como para ser eficaz en ninguno de los dos frentes. Los bancos explotan los dos tipos de riesgo moral, sobrevaluando las expectativas de producción para el periodo siguiente e infravalorando el riesgo de tipo de cambio. Se produce entonces un sobreendeudamiento “doble”, propiciado por variables tanto reales como monetarias.

Además, según los mismos autores (McKinnon y Pill, 1999), ambos procesos de sobreendeudamiento, una vez iniciados, suelen reforzarse mutuamente. Esto ocurre cuando el riesgo de crédito (riesgo de sobreendeudamiento basado en variables reales) y el riesgo de tipo de cambio están interrelacionados, o sea, positivamente correlacionados. Para ilustrar este hecho, los autores muestran el ejemplo de un país que está sufriendo una huida de capitales (en definitiva, una crisis financiera) cuando estos capitales son depósitos en moneda extranjera depositados en la banca local. La huida de capitales hará que la moneda nacional pierda valor, con lo que también perderán valor los depósitos bancarios, mermándose la salud financiera de la red bancaria, esto es, aumentándose el riesgo de crédito.

### 2.2.3. Conclusiones

Resumiendo, en el modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999), se sostiene que la puesta en marcha de un programa de estabilización y liberalización que pretenda reformar radicalmente la economía de un país suele generar expectativas optimistas sobre la rentabilidad de los proyectos de inversión. Habiendo abierto su cuenta de capital (como consecuencia de la liberalización financiera que pertenece al paquete de reformas), los inversores extranjeros, que observan el aumento de la rentabilidad esperada de las inversiones, empezarán a invertir sus ahorros en este país. Si existen garantías gubernamentales (o se cree que existen) y no existe un sistema de regulación y supervisión bancaria, el optimismo excesivo sobre la buena salud de la economía se traducirá en una infravaloración de los riesgos de crédito y de tipo de cambio con lo que la economía se sobreendeudará.

Según los mismos autores, este sobreendeudamiento es lo suficientemente peligroso como para provocar una crisis financiera: “Cuando inician un programa de reforma y estabilización, algunos países son propensos a un endeudamiento excesivo con el extranjero que en último término es

insostenible. Una brusca retirada de fondos extranjeros, caídas en los precios de los activos y una caída dolorosa de la actividad económica pueden seguirle” (McKinnon y Pill, 1997, p. 189). En definitiva, los autores defienden la idea de que una liberalización financiera acelerada, esto es, la inclusión de un país en el proceso de globalización financiera, provoca, bajo ciertas condiciones, un estado de vulnerabilidad financiera que puede desembocar en una crisis financiera.

Como ya se señaló al principio de la explicación del síndrome del sobreendeudamiento de McKinnon y Pill, su hipótesis puede catalogarse en el grupo de explicaciones “cíclicas” del estallido de crisis financieras. Ellos mismos afirman que su modelo guarda importantes similitudes con las ideas expuestas por Kindleberger (1978)<sup>46</sup>. Según Kindleberger, el ciclo comienza con un “desplazamiento”, que es un *shock* macroeconómico. En el modelo de McKinnon y Pill, esto se corresponde con la introducción de nuevas técnicas de producción en la economía. A esto sigue, según Kindleberger, una “euforia” o sea, un aumento de las expectativas de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión que, según McKinnon y Pill, se materializan en un aumento de la deuda financiada, fundamentalmente, con la entrada de capital extranjero. En la hipótesis de Kindleberger, esta euforia genera un “peligro financiero” ya que el crédito es excesivo y se destina a actividades especulativas. En el modelo de McKinnon y Pill, el crédito es excesivo porque se concede en base a cálculos erróneos de riesgos de crédito y tipo de cambio. El ciclo de Kindleberger culmina en pánicos y crisis, hecho que, eventualmente, también se da en el modelo de McKinnon y Pill (1998).

---

<sup>46</sup> Ideas que, como ya se señaló, se basan en los estudios realizados por Minsky (1977 y 1986).

## D. INNOVACIÓN Y DESREGULACIÓN FINANCIERA

En las últimas décadas, los mercados financieros han estado inmersos en un proceso de innovación financiera constante. Esta innovación financiera se ha traducido, fundamentalmente, en dos fenómenos. El primero de ellos es la aparición de nuevos instrumentos financieros: los llamados derivados financieros (opciones, *swaps* y futuros, básicamente). También viejos instrumentos financieros se han modernizado. El ejemplo más claro de este tipo de modernización sería la titularización masiva de los instrumentos de deuda en la década de los ochenta. El segundo fenómeno derivado de la innovación financiera ha sido la aparición de nuevos comportamientos o costumbres por parte de los agentes financieros.

Los detonantes de esta revolución financiera se encuentran en la revolución tecnológica por una parte y, por otra, en el proceso de desregulación (económica en general y financiera en particular), iniciado en la década de los setenta, que daría lugar a una mayor competencia y a un aumento de las posibilidades de inversión en los mercados financieros, pero, también a una mayor volatilidad (Carter, 1989; Shafer, 1987)<sup>47</sup>. En efecto, por lo que respecta a los derivados, éstos aparecieron tras el colapso del sistema de Bretton Woods. A partir de ese momento, la gestión del riesgo de tipo de cambio pasó de ser responsabilidad de las autoridades a ser responsabilidad de los agentes privados: puede decirse que se “privatizó” el riesgo de tipo de cambio. Así, la aparición de nuevos productos y comportamientos se justificaba, en principio, como una forma de responder a la mayor inestabilidad y de aprovechar el acceso a nuevas fuentes de financiación facilitado por la desregulación financiera.

---

<sup>47</sup> Así, en cierto modo, puede decirse que la globalización financiera estaría en el origen del proceso de innovación financiera.

Sin embargo, existe una corriente heterodoxa de autores (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995; Eatwell, 1996; Shafer, 1987; Sias, 1996) que sostiene que la innovación financiera, lejos de alcanzar su objetivo principal que era el de paliar la creciente volatilidad en los mercados financieros, ha contribuido a aumentarla, además de favorecer una mayor propensión al riesgo por parte de los agentes que integran los mercados financieros<sup>48</sup>, todo lo cual redunda en un aumento de la fragilidad financiera (Carter, 1989)<sup>49</sup>. Si bien esta postura no ha sido recogida en ningún modelo teórico, los autores que la sostienen sí han tratado de ofrecer algunas explicaciones de este fenómeno; explicaciones que se recogen a continuación.

La innovación financiera contribuye, desde este punto de vista, al aumento de la volatilidad y de la fragilidad financiera (Carter, 1989) mediante el aumento de la incertidumbre, el aumento del endeudamiento total de los agentes económicos, el acortamiento de los horizontes para la toma de decisiones, y la mayor transmisión de *shocks* económicos de unos agentes a otros. A continuación, se estudiará mediante qué mecanismos la innovación financiera da lugar a todos estos fenómenos.

Por lo que respecta al incremento de la incertidumbre, la innovación financiera ha permitido que aumenten las posibilidades de diversificación de las carteras de los agentes económicos. Esto es así porque la mayoría de los nuevos productos y nuevos comportamientos derivados de la innovación (en particular los *swaps*) facilitan el acceso a gran número de productos; con lo que los agentes que antes mantenían relaciones financieras con un número reducido de agentes tendrían, gracias a la innovación financiera, la posibilidad de realizar operaciones financieras con un número mayor de agentes. Al tener

---

<sup>48</sup> De modo que, como se verá a continuación, se establecen relaciones causales circulares entre los detonantes del proceso de innovación financiera y la propia innovación financiera.

<sup>49</sup> En este punto, la fragilidad financiera se entiende tal y como la entiende Minsky ya que según Carter (1989) las innovaciones financieras han contribuido a un sobreendeudamiento de los agentes económicos.

cada unidad económica un mayor número de socios financieros, disminuye proporcionalmente la información que la unidad económica tiene con respecto a cada uno de sus socios, es decir, aumenta la incertidumbre respecto de los demás agentes económicos<sup>50</sup>. Pero la mayor incertidumbre no se genera únicamente entre agentes financieros privados: las autoridades encargadas de controlar la actividad financiera también tendrían mayores dificultades para evaluar las posiciones en derivados de los agentes así como el riesgo en el que están incurriendo. Aumenta por tanto la incertidumbre de las autoridades monetarias con respecto a los agentes privados lo cual, lógicamente, merma su eficacia para controlar la actividad financiera (Shafer, 1987). Esto puede tener por consecuencia un crecimiento generalizado del volumen de endeudamiento de los agentes privados. Según Crockett (1995) esto sería así porque, al burlar los requisitos de endeudamiento máximo, los agentes aprovecharán para endeudarse en mayor medida, incurriendo en un riesgo mayor (Carter, 1989 y 1991). Así pues, se puede ver cómo dos de los factores que dieron lugar al proceso de innovación financiera, esto es, la incertidumbre y la desregulación, se ven reforzados como consecuencia de dicha innovación. Aunque la innovación financiera surge, en parte, como una forma de controlar la creciente incertidumbre resultante del proceso de desregulación; contribuye a aumentar la incertidumbre y a burlar las medidas de regulación, provocando en cierto modo, una mayor desregulación<sup>51</sup>.

Por lo que respecta al acortamiento del horizonte en la toma de decisiones, esta postura heterodoxa mantiene que tanto los nuevos instrumentos financieros como los nuevos comportamientos de los agentes han dotado al sistema financiero internacional de un mayor grado de liquidez. La mayor

---

<sup>50</sup> Los agentes no palían la falta de información con una inversión de recursos en dicha información debido a la existencia de *free-riders* que podrían, sin incurrir en un coste, aprovecharse de la información obtenida por aquellos agentes que sí han invertido sus recursos en obtener información adicional.

<sup>51</sup> Los efectos de la innovación financiera en las medidas de control de la actividad financiera serán analizados más detenidamente en los últimos capítulos.

liquidez es, en principio, una ventaja para el sistema financiero ya que facilita el acceso a la financiación por parte de los agentes económicos. Sin embargo esta liquidez nace del hecho de que gran parte de los productos derivados vencen a corto plazo lo cual incide, asimismo, en un cambio en el comportamiento de los agentes económicos, generándose nuevas prácticas en los mercados financieros. Esto es, el acortamiento de los horizontes temporales para la toma de decisiones (Shafer, 1987). Este cambio en la forma de tomar las decisiones de inversión redunda asimismo, según Carter (1989), en una mayor incertidumbre. En efecto, la liquidez se utiliza en los mercados financieros como un sustituto de la información. Al realizarse las inversiones a corto plazo, los agentes ya no se ven obligados a informarse sobre la calidad de su inversión a un plazo medio o largo: al ser la inversión a corto plazo y líquida, el título que representa la inversión puede ser vendido en cualquier momento. Por ello, no hay incentivos para adquirir información acerca del receptor de la inversión, aumenta, por tanto, la incertidumbre en los mercados financieros<sup>52</sup>.

En cuarto y último lugar, desde este punto de vista, el conjunto de las innovaciones que se han producido en el terreno de las finanzas facilita la transmisión de *shocks* económicos de unos sistemas financieros a otros (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995). Esto sería así porque la innovación financiera ha contribuido, según estos autores, a una mayor integración de los mercados financieros. Sirve de ejemplo para este caso el mercado de los *swaps* que nacieron para facilitar el endeudamiento de empresas con bancos extranjeros. Siendo así, los *shocks* económicos (tanto positivos como negativos) se contagian con mayor facilidad y rapidez de unos sistemas a otros.

Además de las distorsiones que pueden crear en los sistemas financieros el conjunto de innovaciones financieras realizadas en las últimas décadas,

---

<sup>52</sup> Y aumenta, también, por tanto, la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales.

también se han denunciado algunos riesgos específicos de algunos tipos de innovaciones. A continuación, se detallan los riesgos específicos que pueden presentar los productos derivados para luego analizar con más detenimiento el comportamiento de los nuevos intermediarios financieros, esto es, los fondos de inversión colectiva.

Según Eatwell (1996), existen tres motivos por los cuales el uso de productos derivados puede contribuir al aumento del riesgo. En primer lugar está la complejidad de la estructura del propio producto<sup>53</sup>, que limita la capacidad de las firmas para gestionarlos correctamente y para evaluar las posiciones en derivados de los demás agentes lo cual contribuye a un aumento aún mayor de la incertidumbre (Carter, 1989; Crockett, 1995; Shafer, 1987). En segundo lugar, se suelen utilizar modelos matemáticos utilizados en otro tipo de ciencias como la física para calcular el precio de los productos derivados. Aparte del mayor o menor acierto de utilizar modelos de física para explicar fenómenos pertenecientes al campo de las ciencias sociales, este tipo de medición supone un problema y es que la mayoría de los programas matemáticos utilizados con esta finalidad suelen establecer los precios de los derivados en los extremos de una distribución logarítmico-normal. En otras palabras, los modelos de cálculo fuerzan una mayor dispersión de los precios de los productos derivados, es decir, provocan un aumento de la volatilidad en los precios de dichos productos y, por tanto, del riesgo. En tercer y último lugar, según Eatwell (1996), el uso de productos derivados suele provocar problemas de liquidez a los agentes que recurren a este tipo de instrumentos de cobertura de riesgo. Esto es así, según el autor, porque la compra de estos productos suele financiarse con fondos ajenos, por lo que una caída repentina

---

<sup>53</sup> La complejidad de los derivados financieros proviene del hecho de que gran número de los instrumentos de cobertura de riesgo son productos hechos a medida para el agente que los solicita. Se diseña un producto que cubra exactamente la clase de riesgo que el agente quiere gestionar. Esto da lugar a que exista una variedad infinita de productos y a que muchos de esos productos sean de gran complejidad (dada la combinación extremadamente complicada de los riesgos que algunos agentes desean cubrir).

del precio de los activos puede provocar una carencia de liquidez y la imposibilidad de devolver la deuda para el tenedor del título. Por todos estos motivos, según Eatwell (1996), el uso de los productos financieros derivados provoca un aumento del riesgo sistémico. Por su parte, Crockett (1995) añade otro riesgo específico de algunos productos financieros derivados (en concreto, los futuros y las opciones) que consiste en que éstos acentúan la tendencia del precio de su subyacente. Para comprender esto mejor, se puede tomar el ejemplo de un mercado de opciones sobre acciones. Suponiendo que, por algún motivo, haya una tendencia a la baja del precio de una determinada acción (el subyacente), entonces crecerá la demanda de opciones de venta de esta misma acción, con lo que se estará reforzando la tendencia del precio del subyacente. Lo mismo ocurrirá cuando la tendencia del precio de la acción sea al alza. Esto repercute en unas mayores subidas y bajadas de los precios de las acciones. Esto es, contribuye a una aumento de la volatilidad en los mercados de valores.

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

En primer lugar, este tipo de fondos tiende a negociar altos volúmenes de ahorro, por lo que su capacidad para presionar al alza o a la baja los precios de los activos transados es mayor que la que puede tener un inversor de menor tamaño. El segundo motivo por el que, según Sias (1996), el comportamiento de los fondos de inversión colectiva contribuye a un aumento de la volatilidad en los mercados financieros en los que dichos fondos operan es que sus

operaciones de inversión son a corto plazo y éstas son más inestables que las que se realizan a medio o largo plazo. En tercer y último lugar, los fondos de inversión colectiva suelen sucumbir con mayor frecuencia al *noise trading*<sup>54</sup> que otros inversores financieros. Además, al actuar con frecuencia sin información, están sometidos en mayor medida a comportamientos de *herding*. El motivo por el que los fondos de inversión colectiva realizan gran parte de sus negocios sin la información necesaria es, según Sias (1996), porque se lo pueden permitir. Es decir que dichos fondos de inversión, dada su imagen, suelen dar la impresión a sus clientes de que están invirtiendo con la información necesaria para hacerlo correctamente, aunque no sea así. Por lo que respecta al *herding* entre los fondos de inversión colectiva, éste se explicaría con tres argumentos. Primero, el perfil de los miembros de esta comunidad es altamente homogéneo. Esto significa que es muy probable que existan similitudes entre las decisiones de inversión de los distintos fondos de inversión colectiva. Segundo, según el autor, el mayor o menor éxito de las decisiones de inversión de un fondo determinado se mide en función del éxito o del fracaso de otros fondos de inversión de características similares. Por lo tanto, muchas decisiones se toman en función de las decisiones tomadas previamente por otro fondo de inversión. Tercero, está el problema de la asimetría de los incentivos; y es que las pérdidas causadas por una mala gestión del fondo son más costosas para dicho fondo (en términos reputacionales) que las ganancias percibidas por una correcta gestión. Así que al fondo de inversión no le compensa ir a contracorriente.

---

<sup>54</sup> El *noise trading* es definido por Sias (1996) como el comercio financiero institucional no inducido por la información. En otras palabras, es un *noise trader* aquel agente que realiza sus operaciones de inversión con información escasa sobre la rentabilidad de sus inversiones.

## **E. MODELOS TEÓRICOS SOBRE CRISIS DE TIPO DE CAMBIO: MODELOS DE SEGUNDA GENERACIÓN**

A finales de la década de los setenta se empezaron a desarrollar modelos teóricos de crisis de balanza de pagos o de crisis cambiarias. Estos modelos se dividen en dos grandes grupos: los modelos de primera y los de segunda generación. Los modelos de primera generación nacen con el modelo de Krugman (1979). Como ya se estudió en el repaso de la literatura ortodoxa sobre crisis financieras, la hipótesis central de esta corriente de modelos es que la crisis de balanza de pagos se produce indefectiblemente por la incompatibilidad de la política cambiaria con las políticas fiscal y monetaria del gobierno del país que entra en crisis. Los modelos de segunda generación, por su parte, aparecen en la década de los noventa (Obstfeld, 1994) y consideran que las crisis cambiarias no derivan directamente de la mala gestión de un gobierno, sino que estallan a raíz de las expectativas de devaluación de los agentes privados.

Asimismo, también se señaló en el epígrafe A que los modelos de primera generación (Krugman, 1979; Flood y Garber, 1984 y Connolly y Taylor, 1984) omiten el papel que puedan desempeñar los mercados financieros internacionales (o el proceso de globalización financiera) en el desencadenamiento de una crisis de estas características. Y que, sin embargo, los modelos de segunda generación sí incluyen –de alguna manera– esta variable en su análisis. A continuación se estudiarán, en primer lugar, las ideas principales contenidas en los modelos de segunda generación para luego analizar brevemente algunos modelos concretos.

## 1. IDEAS PRINCIPALES DE LOS MODELOS DE SEGUNDA GENERACIÓN

La hipótesis central común a todos los modelos de segunda generación<sup>55</sup> puede exponerse de la siguiente manera. La crisis de balanza de pagos o cambiaria de una economía se produce porque existen unos parámetros fundamentales no muy saneados o intermedios que abren la puerta a que un cambio en las expectativas de los agentes privados dé lugar a un ataque especulativo que culmine en una crisis. Los parámetros fundamentales no muy saneados significan, desde el punto de vista de estos autores, una situación económica intermedia, en el sentido de que la salud de la economía que entra en crisis no es excelente pero tampoco destaca por su mala calidad. Los agentes privados son ni más ni menos que aquellos agentes que deciden sobre el destino de los flujos de capital transnacionales. Un cambio de expectativas de estos agentes es, pues, un cambio de opinión acerca del destino ideal de dichos capitales. Así, una crisis de estas características es la suma de un determinado estado de la economía y de determinados comportamientos en los mercados financieros internacionales.

Es conveniente entender los dos conceptos básicos que aportan los modelos de segunda generación para entender la relación entre los parámetros fundamentales y los mecanismos de los mercados financieros internacionales, por una parte, y la generación de una crisis financiera, por otra. Ya consideramos, en anteriores trabajos de investigación (Bustelo *et al.*, 2000), que dichos conceptos son: el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados y el equilibrio múltiple. En estos modelos el ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda se producen cuando el mercado espera que el gobierno devalúe su moneda. Es decir, se produce un ataque especulativo cuando los agentes privados consideran que los costes de

---

<sup>55</sup> Ver Obstfeld (1986, 1994 y 1996), Jeanne (1997), Calvo (2000), Chang y Velasco (1998) y Cole y Kehoe (1996 y 1998).

mantener el ancla son demasiado elevados con respecto a los beneficios de mantenerla. Dichos costes de mantener el ancla (que al elevarse hacen que el gobierno decida devaluar) dependen, a su vez, de las expectativas del mercado. En otras palabras, las expectativas de devaluación traen consigo modificaciones en determinados parámetros fundamentales, lo que conlleva el incremento de los costes de mantener el ancla. Al ser más costoso mantener el ancla, aumentan las expectativas de devaluación que tienen los agentes privados. Y así el proceso se retroalimenta hasta que se produce un ataque especulativo contra la moneda local, que culmina en la devaluación de la misma. Así pues, la decisión del gobierno de dejar flotar la moneda depende en última instancia de las expectativas de los agentes privados. De ahí que se diga que las expectativas se autocumplen: si los agentes privados esperan que se devalúe, se elevan los costes de mantener el tipo fijo, y finalmente habrá que devaluar. Si, en cambio, esperan que no se devalúe, el gobierno podrá mantener el tipo fijo. Así, hay crisis que “no tendrían por qué haber ocurrido, sino que ocurren porque los agentes que participan en el mercado esperan que ocurran” (Obstfeld, 1994, p. 3). Por todo esto se puede concluir que unos parámetros fundamentales “intermedios” no son suficientes para que se produzca una crisis financiera, sino que ha de haber un proceso de retroalimentación entre las expectativas de devaluación y el empeoramiento de los parámetros fundamentales (incremento del coste de mantener el ancla) para que tal crisis ocurra.

Dependiendo de cómo sean las expectativas, se mantiene un tipo de cambio u otro, ambos en equilibrio. Así, hay varios equilibrios posibles (equilibrio múltiple), y cuál de ellos se imponga depende de las expectativas de devaluación de los agentes privados. Obstfeld en su modelo prototípico (Obstfeld, 1996), Cole y Kehoe (1996 y 1998) y Chang y Velasco (1998), entre otros, señalan que la existencia del equilibrio múltiple depende en última instancia de los parámetros fundamentales del país. Si las condiciones económicas de un país son muy buenas (i.e. no hay paro, no hay déficit público

ni comercial, no hay problemas de liquidez en el sistema bancario...) el mantenimiento del ancla apenas tiene costes, con lo que no hay expectativas de devaluación y no se desata el proceso de retroalimentación. En cambio, si las condiciones económicas del país son muy malas, no es posible el equilibrio sin devaluación, y ésta se produce indefectiblemente, como en los modelos de primera generación. Así, el equilibrio múltiple se da en una banda (que puede ser anchísima) de valores intermedios de los parámetros fundamentales de la economía. Por ello se concluye que, aunque unos parámetros fundamentales no muy "buenos" no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son condición necesaria.

Antes de abordar el estudio más detallado de algunos modelos de segunda generación, conviene señalar que, aunque el grueso de la literatura sobre modelos de segunda generación está dedicado a explicar el estallido de crisis de tipo de cambio (véase, Obstfeld, 1994), los mecanismos generales que describen estos modelos también pueden servir para explicar el estallido conjunto de crisis bancarias y cambiarias (Calvo, 2000; Chang y Velasco, 1998). Es más, existen algunos modelos de autocumplimiento de expectativas que explican el estallido de crisis exclusivamente bancarias. El más emblemático es, quizás, el de Diamond y Dybvig (1983). En este modelo de equilibrio múltiple se produce un pánico bancario si los agentes financieros, que en este caso son los depositantes de los bancos, deciden que se dé el equilibrio "malo". En tal caso, se produce una retirada masiva de los depósitos bancarios.

## 2. ALGUNOS MODELOS DE SEGUNDA GENERACIÓN

La literatura sobre modelos de segunda generación, además de presentar los dos conceptos explicados, contiene modelos concretos en los que se ofrecen diversos ejemplos de autocumplimiento y de equilibrio múltiple. En cada uno de ellos la naturaleza de los parámetros fundamentales es distinta. Es decir,

algunos modelos se centran en cómo determinados parámetros comerciales abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas, otros en cómo lo hacen determinados parámetros financieros, otros en cómo lo hacen determinados parámetros productivos, etc. De ello se concluye que cualquier parámetro fundamental “intermedio”, cualquiera que sea su naturaleza, puede coadyuvar en el desencadenamiento de una crisis financiera. Son de especial interés dos modelos concretos de segunda generación. Éstos son los modelos de Calvo (2000) y de Chang y Velasco (1998). El interés de estos modelos radica en que ambos le otorgan un papel destacado al proceso de globalización financiera en la explicación del estallido de una crisis de tipo de cambio. A continuación, se repasarán las principales ideas contenidas en estos dos modelos<sup>56</sup>.

Por lo que respecta a Calvo (2000), este autor elabora un modelo en el que los parámetros fundamentales intermedios que pueden dar lugar al autocumplimiento de las expectativas es una situación de vulnerabilidad financiera. Esta situación es el resultado de dos fenómenos. Por una parte, en una economía liberalizada desde el punto de vista financiero, existe incertidumbre, para los inversores extranjeros, sobre el futuro de la economía del país en el que invierten. Dicha incertidumbre queda reflejada en el riesgo-país. Dado que los mercados de seguros son incapaces de cubrir un riesgo de esta magnitud y de estas características, los gobiernos de los países receptores de capital tratan de compensar la incertidumbre implícita en las operaciones financieras de los inversores extranjeros (y, por tanto, el riesgo-país) ofreciendo algún tipo de garantía de rentabilidad o de bajo riesgo a los inversores foráneos. De ahí que el gobierno ofrezca subsidios a las inversiones y a las entradas de capital o imponga controles a la salida de capitales. Las garantías institucionales son un ejemplo de los mecanismos de compensación

---

<sup>56</sup> El análisis de los modelos de Calvo (2000) y de Chang y Velasco (1998) es muy breve porque, como se verá a continuación, las ideas contenidas en ambas teorías guardan importantes similitudes con la mayoría de las teorías ya repasadas en este *survey* teórico.

de riesgo a que este modelo se refiere. Las garantías ofrecidas por el gobierno suelen conducir a la banca nacional a prestar para inversiones no líquidas. En otras palabras, como afirma el propio Calvo (1998): “si los depositantes creen que el banco central actuará como prestamista de último recurso, apenas tendrán incentivos para supervisar la calidad y las características de los préstamos bancarios. En particular, no se preocuparán por la existencia de un desajuste de vencimientos por el que los préstamos son a más largo plazo que los depósitos” (Calvo, 1998, p. 185).

El segundo fenómeno que da lugar a la aparición de un estado de vulnerabilidad financiera es, desde el punto de vista del autor, la entrada masiva de capital extranjero. Ésta provoca un aumento de la vulnerabilidad porque generalmente los capitales son a corto plazo y además hacen que haya más fondos disponibles para invertir en proyectos a largo plazo. Calvo (2000) asimismo sostiene que los inversores extranjeros son conscientes de que las entradas de capital pueden ser temporales. La caída de las entradas de capital traería consigo una crisis cambiaria. Además, en este modelo, se sostiene que el *herding* (Calvo y Mendoza, 1997) hace que los inversores no necesiten mucha información para retirar sus fondos sino que tienden a seguir los rumores del mercado, con lo que se hace más probable la crisis.

El segundo modelo es el de Chang y Velasco (1998). En este modelo es, de nuevo, la falta de liquidez la variable clave que conduce a una situación de fragilidad financiera que permite que se genere un ataque especulativo que conduzca a una crisis. Según los autores, la falta de liquidez es fruto de la llegada de capital extranjero a corto plazo y de la liberalización financiera local. También, al igual que en el modelo anterior, los bancos actúan como transformadores de préstamos por lo que esta llegada masiva de préstamos a corto plazo se traduce en un aumento de los préstamos a largo plazo concedidos por la red bancaria local en el interior del país. Según Chang y Velasco (1998), la combinación de un proceso de liberalización financiera y de

la llegada de capital extranjero desemboca en un aumento de la vulnerabilidad financiera mediante tres vías. Por una parte, los inversores extranjeros pueden decidir no renovar su crédito si esperan que otros prestamistas no vayan a hacerlo. Por otra parte, el grado de vulnerabilidad de la economía está directamente relacionado con la estructura de los capitales que entran en el país. Cuanto más a corto plazo son los capitales que entran, lógicamente, más grave es el estado de vulnerabilidad financiera en el que se ve inmersa la economía. Por último, la liberalización financiera facilita, según Chang y Velasco (1998) el estallido de una crisis financiera por autocumplimiento de expectativas.

En resumen, de los modelos de segunda generación se extraen diversas lecciones sobre los parámetros fundamentales como causas de las crisis financieras. En primer lugar, se observa que el que existan deficiencias en los parámetros fundamentales puede no ser suficiente para que se produzca una crisis financiera. Unos parámetros fundamentales “intermedios” no conducen inevitable y predeciblemente a una crisis financiera, como consideraban los modelos de primera generación, sino que ésta se produce por la creencia de los agentes privados de que el gobierno tiene que devaluar su moneda. En segundo lugar, pese a que unos parámetros fundamentales no demasiado saneados no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son una condición necesaria. En el caso en que el país en cuestión tuviera unos parámetros fundamentales saneados, apenas habría costes de mantener el ancla, con lo que las expectativas de devaluación no se autocumplirían. En tercer lugar, los modelos de segunda generación demuestran que los parámetros fundamentales “intermedios” que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas pueden ser de cualquier naturaleza.

## CONCLUSIÓN

En este primer capítulo, se ha intentado recopilar los principales modelos teóricos e hipótesis que permitan aproximarse a averiguar cuál puede ser el papel de la globalización financiera en el desencadenamiento de crisis financieras en países subdesarrollados o, más concretamente, en economías emergentes como pueden ser México o Corea del Sur. Conviene señalar, una vez más, la carencia, en la literatura económica, de una o varias teorías que muestren todos los vínculos causales que pueden darse entre las dos variables “globalización financiera” y “crisis financiera”. Las teorías expuestas a lo largo de este capítulo estudian el comportamiento de fenómenos relacionados con estas dos variables, como pueden ser la liberalización financiera en lugar de la globalización financiera, o la aparición del riesgo de crisis en lugar del estallido, propiamente dicho, de una crisis financiera. Pero ninguna de ellas ha relacionado, ya sea de modo directo o indirecto, las dos variables mencionadas. Es cierto, no obstante, que gran parte de las hipótesis expuestas en este capítulo sí pueden servir para crear una base teórica en la que se muestren los lazos causales que vinculan ambas variables. Por tanto, no se concluirá este capítulo con una evaluación de las distintas ideas presentadas en este capítulo ya que esta labor será realizada en el capítulo siguiente, a la vez que se construye una propuesta teórica cuya finalidad es resaltar todos los posibles vínculos causales, directos e indirectos entre las dos variables: “globalización financiera” y “crisis financiera”.

## CAPÍTULO 2

### GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y CRISIS EN ECONOMÍAS EMERGENTES: PROPUESTA DE UN MARCO TEÓRICO

La finalidad de este capítulo es proponer un marco teórico que trate de mostrar que un proceso de globalización financiera puede desempeñar un papel destacado en el estallido de una crisis financiera en una economía emergente, si dicha economía está inmersa en el proceso de globalización financiera. El capítulo anterior ha repasado propuestas teóricas que explican los vínculos entre la liberalización financiera y el aumento del riesgo de crisis financiera (Mishkin, 1996 y 1998; Kregel, 1998a; McKinnon y Pill, 1996, 1997 y 1998; Chang y Velasco, 1998). También se han visto hipótesis que resaltan los fallos de mercado en el funcionamiento de los mercados financieros internacionales (Hermalin y Rose, 1999). Otras hipótesis subrayan el carácter desestabilizador de los nuevos comportamientos y productos financieros que aparecen a raíz de un proceso de globalización financiera (Carter, 1989; Shafer, 1987; Crockett, 1995; Eatwell, 1996; Sias, 1996). Y, por último, se han revisado modelos que explican el paso del riesgo de crisis financieras al estallido de una crisis financiera (Obstfeld, 1994). No obstante, puede afirmarse que ninguna de las hipótesis repasadas explica todos los vínculos causales entre globalización financiera y el estallido de crisis financieras en economías emergentes.

Por este motivo, este capítulo tratará de proponer un marco teórico, basado en las hipótesis repasadas en el capítulo anterior (epígrafes B a E), que pase revista a todas las conexiones teóricas, más o menos indirectas, que pueden darse entre las dos variables (globalización financiera por una parte y crisis financiera por otra)<sup>57</sup>. De acuerdo con dicho marco teórico, existirían dos

---

<sup>57</sup> Como se verá a lo largo de este capítulo, no se ha respetado la totalidad de los elementos de cada una de las teorías empleadas para la construcción del marco teórico. En la mayoría de los casos, tan sólo se utilizan aquellos elementos de las hipótesis que son más útiles para vislumbrar la cadena causal que lleva de la globalización financiera al estallido de una crisis financiera en una economía emergente.

vías principales mediante las cuales la globalización financiera actúa en los mercados financieros, propagando una inestabilidad financiera que, bajo determinadas circunstancias, da lugar a una crisis financiera. La primera de estas vías puede ser llamada la vía “internacional” y pone de relieve los mecanismos mediante los cuales la globalización financiera contribuye a un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La segunda vía es la vía “nacional” y muestra cómo la globalización financiera contribuye a deteriorar la salud financiera de la red bancaria de los países que participan en el proceso de globalización financiera, si estos países no son países industrializados. Además, puede decirse que existen ciertos mecanismos que hacen que las distorsiones creadas por la globalización –en su vertiente financiera– a escala internacional refuercen la fragilidad que el mismo proceso de globalización promueve en el sistema financiero local. Así, el deterioro de la salud de la red bancaria local estaría determinado, en cierta medida, por el aumento de la incertidumbre que la globalización financiera provoca en los mercados internacionales de capital. Por último, se sostiene que el proceso de globalización financiera también contribuye (de modo indirecto) a que este estado de vulnerabilidad financiera creado tanto a escala internacional como a nivel local, desemboque en una crisis financiera (gráfico 2.4).

El epígrafe A analiza de qué forma la globalización financiera condiciona el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En el epígrafe B, se estudian los mecanismos que conducen del mismo proceso de globalización financiera (y de las distorsiones creadas por dicho proceso en los mercados internacionales de capital) al deterioro de los balances bancarios de las economías subdesarrolladas o emergentes que forman parte del proceso de globalización financiera. Por último, el epígrafe C observa cómo el aumento de la incertidumbre y el deterioro de la salud de la red bancaria local se traduce en un aumento de la vulnerabilidad financiera (o riesgo de crisis) que puede conducir, en último término, al estallido de una crisis financiera.

## **A. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

En este epígrafe se tratará de demostrar, desde el punto de vista teórico, que la globalización financiera da lugar, mediante una serie de mecanismos que se verán a continuación, a un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales (gráfico 2.1). En primer lugar, se hará un repaso del vínculo entre globalización financiera y asimetría de la información, para concluir que el proceso de globalización financiera genera un aumento de ésta. En segundo lugar, se analizarán los distintos mecanismos mediante los cuales el agravamiento del problema de la asimetría de la información conduce a un incremento de la volatilidad y, por tanto, del riesgo en los mercados financieros a escala mundial. En tercer y último lugar, se concluirá que este aumento del riesgo en los mercados de capitales se traduce también en un aumento de la incertidumbre en las operaciones financieras internacionales.

### **1. AUMENTO DE LA ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN**

Podría reforzarse la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) –que sostiene que el aumento de la globalización financiera (entendida como un aumento de los flujos internacionales de capital) redunda en un empeoramiento del problema de la asimetría de la información– si se introdujeran algunos elementos contenidos en los argumentos de Mishkin (1996 y 1998) y en las hipótesis de innovación y desregulación financiera repasadas en el capítulo anterior. De este modo, los factores que promueven el aumento de la asimetría de la información serían tres. El primero sería el aumento de los flujos internacionales de capital; el segundo, el aumento de la liquidez internacional; y, en último lugar, el aumento de la incertidumbre.

## 1.1. Aumento de los flujos internacionales de capital

En el epígrafe B.2 del capítulo anterior, se estudió la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) sobre globalización financiera y aumento del riesgo en las operaciones financieras internacionales. En este punto, tan sólo interesa un aspecto de su planteamiento teórico, esto es, que la globalización financiera, que se traduce en un aumento de los flujos internacionales de capital, provoca un aumento de la asimetría de la información. Aunque la hipótesis de Hermalin y Rose (1999) ya ha sido repasada con detalle en el capítulo anterior, cabe recordar brevemente cómo se daba este proceso. Según los autores, cualquier mercado financiero (aunque éste sea nacional) sufre el problema de la asimetría de la información. La asimetría de la información simplemente recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado. Por ejemplo, en cualquier contrato de deuda, el prestatario tiene siempre más y mejor información que el prestamista acerca de la rentabilidad esperada del proyecto para el cual se está endeudando.

Este “desnivel” de información entre agentes que operan en los mercados financieros podría corregirse, en principio, con la compra de información por parte del agente que está peor informado. No obstante, ya se señaló en el capítulo anterior (epígrafe C.1.1) al repasar la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), que dicha compra de información no se realiza debido a la existencia de *free-riders* (o, lo que es lo mismo, al comportamiento de *herding* que los *free-riders* adoptan). Recuérdese que el *free-rider* es el agente que, en vez de adquirir información en base a la cual tomar sus decisiones de inversión, decide usar la información adquirida previamente por otro agente, limitándose a imitar las decisiones de inversión (*herding*) que toma el agente que ha adquirido información. La existencia de *free-riders* actúa, pues, como desincentivo para que los agentes que operan en

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

En cuanto al comportamiento de la asimetría de la información cuando los mercados financieros dejan de ser locales y se internacionalizan, según Hermalin y Rose (1999), la globalización financiera, medida por el aumento de los flujos internacionales de capital, provoca un agravamiento de la asimetría de la información. En otras palabras, la asimetría de la información aumenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a mercados o economías distintas: el prestamista tiene entonces menos información acerca del prestatario de la que tendría si éste último perteneciera a su propio mercado<sup>58</sup>.

## 1.2. Aumento de la liquidez internacional

Algunos de los planteamientos repasados en las teorías sobre innovación y desregulación financiera (capítulo 1, epígrafe D) hacen referencia a la incidencia de la liquidez en el grado de incertidumbre en los mercados financieros. Según Shafer (1987), la aparición de los productos financieros derivados ha dado lugar a un aumento de la liquidez internacional, y esto se debe al hecho de que la mayoría de los derivados financieros que se intercambian en los mercados financieros internacionales vencen a corto plazo. Desde este punto de vista, la abundancia de liquidez transforma el comportamiento de los agentes que operan en dichos mercados, acortándose el horizonte temporal para sus tomas de decisiones. Según Carter (1989), este acortamiento de plazos en las decisiones de inversión también redunda en un

---

<sup>58</sup> Ya se señaló en el *survey* teórico que la existencia de *free-riders* es más corriente en los mercados de cotización oficial que en los mercados de contratos privados de deuda, en los que la información acerca de las condiciones del contrato no tienen por qué filtrarse a más agentes. Sin embargo, puede considerarse que en el momento en el que se trata de flujos internacionales de capital, la existencia de *free-riders* se ve incrementada en los mercados de contratos privados de deuda. Si bien éstos pueden permanecer “secretos” cuando se conciernen a escala nacional, se hacen públicos si se trata de un contrato internacional ya que la operación entre prestamista y prestatario queda inmediatamente reflejada en las balanzas de pagos de los países a los que pertenecen el prestamista y el prestatario.

incremento de la incertidumbre a través de la asimetría de la información ya que actúa como un desincentivo más para la compra de información en la que basar las decisiones de inversión de los agentes. Esto es, la liquidez actúa como un sustituto de la información. Se ha señalado repetidas veces que la existencia de *free-riders* en los mercados financieros internacionales impide que se realicen mayores inversiones en información de modo que se corrija el problema de la asimetría de la información. Si existe, además, cierta facilidad para realizar las inversiones a corto plazo o en títulos volátiles<sup>59</sup>, esto es, si existe liquidez en el sistema, el desincentivo para invertir en información es aún mayor ya que el riesgo que se corre en una inversión a corto plazo o muy líquida estando desinformado es menor que el que se corre si esa misma inversión vence a largo plazo. Así, puede decirse que la aparición de los productos financieros derivados ha contribuido al aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales mediante el desincentivo para la compra de información que supone el aumento de la liquidez a escala mundial.

Por lo que respecta a los factores que promueven el aumento de la liquidez en los mercados mundiales, la aparición de los derivados financieros (o el proceso de innovación financiera en general) no es el único factor reseñable. Otro factor ha sido, obviamente, el propio aumento de los flujos transnacionales de capital, que es, también, uno de los factores que contribuye al aumento de la asimetría de la información. Efectivamente, el aumento de toda clase de flujos de capital a escala internacional como consecuencia del proceso de globalización financiera se traduce en un aumento de los flujos tanto a largo como a corto plazo (y/o volátiles). No obstante, como se verá más

---

<sup>59</sup> En este caso, las inversiones en títulos volátiles representan las inversiones realizadas en acciones cotizables o en títulos de deuda que cotizan, asimismo, en mercados oficiales. Técnicamente, estas inversiones no pueden ser consideradas inversiones a corto plazo, ya que las acciones carecen de vencimiento (en cualquier caso, se considerarían a largo plazo) y ya que los bonos cotizables pueden tener cualquier vencimiento: a corto o a largo plazo. No obstante, el comportamiento de los títulos cotizables (acciones o deuda) es idéntico al de las inversiones a corto plazo dada su rápida y fácil liquidación por parte del tenedor del título.

adelante, el actual proceso de globalización financiera ha favorecido particularmente el aumento a escala mundial de los flujos más líquidos.

### 1.3. Aumento de la incertidumbre

En este punto, basta con señalar que existe una relación circular entre la asimetría de la información y la incertidumbre. El aumento de la asimetría de la información causa un aumento de la incertidumbre a través del incremento del riesgo y la volatilidad. Por su parte, el aumento de la incertidumbre también incide en la asimetría de la información, agravándola. Todo esto se detallará en el estudio de las causas del aumento de la incertidumbre.

## 2. AUMENTO DE LA VOLATILIDAD Y EL RIESGO

De acuerdo con varios de los autores repasados en el capítulo anterior (Carter, 1989 y 1991; Crockett, 1995; Eatwell, 1996; Hermalin y Rose, 1999; Mishkin, 1998<sup>60</sup>; Shafer, 1987 y Sias, 1996), la globalización financiera también conlleva, al menos de modo indirecto, un aumento de la volatilidad en los precios de determinados instrumentos financieros. Del mismo modo que se hizo con el análisis de la asimetría de la información, se verán a continuación cuáles son, partiendo de las hipótesis expuestas en el capítulo anterior, los mecanismos mediante los cuales la globalización financiera incide en un aumento de la volatilidad, y, por tanto, del riesgo<sup>61</sup>. Los factores que inciden en un aumento de la volatilidad y el riesgo serían tres: el empeoramiento de la asimetría de la información, la aparición y proliferación de los instrumentos financieros derivados y el comportamiento de los inversores internacionales<sup>62</sup>.

---

<sup>60</sup> No obstante, Mishkin (1998) no precisa mediante qué mecanismos la globalización financiera incide en un aumento de la volatilidad en estos tres sectores.

<sup>61</sup> En cierto modo, volatilidad y riesgo representan la misma idea. De hecho, el riesgo de un activo financiero se define por la volatilidad de su precio.

<sup>62</sup> Según Hermalin y Rose (1999), la internacionalización de los mercados de capitales también da lugar a un aumento de la volatilidad y el riesgo mediante la reducción de las garantías de cumplimiento de los contratos. Esta variable no se incluye en el marco teórico que aquí se expone por considerarse no demostrable: resulta prácticamente imposible comprobar

## 2.1. Agravamiento de la asimetría de la información

La asimetría de la información es un problema inherente a cualquier mercado financiero, que se agudiza cuando el mercado se internacionaliza y que, además, no se corrige mediante la compra de información debido a la existencia de *free-riders*, y –una vez que el mercado se ha internacionalizado– a la posibilidad de realizar inversiones a corto plazo o volátiles. Al tomar decisiones con información insuficiente (o, en cualquier caso, menor que la de la contraparte), los inversores internacionales estarán incurriendo en un riesgo. Por tanto, si la asimetría de la información se acentúa cuando los mercados son mundiales, lógicamente, la volatilidad y el riesgo también se acentuarán en este contexto (Hermalin y Rose, 1999) (capítulo 1, epígrafe B.2).

## 2.2. Productos financieros derivados

El uso de derivados provoca un aumento de la asimetría de la información a través de la mayor liquidez de los mercados financieros internacionales, pero también incide directamente en un aumento de la volatilidad y el riesgo. Es más, los derivados financieros son causa y consecuencia del aumento de la volatilidad y del riesgo en los mercados financieros internacionales (Carter, 1989; Eatwell, 1996 y Shafer, 1987). En efecto, la aparición de los productos derivados responde al incremento de la volatilidad y del riesgo que se generaron a raíz de la liberalización financiera que se inició en los setenta. El colapso del sistema de Bretton Woods significó, de algún modo, la privatización de la gestión del riesgo de tipo de cambio. De modo que el sector privado buscó la forma de gestionar un riesgo con el que no había tenido que enfrentarse hasta entonces. Así, nació un proceso de

---

empíricamente, para cada uno de los países que contribuyen al proceso de globalización financiera, si las garantías de cumplimiento de los contratos a escala internacional son mayores o menores de lo que lo son a nivel local.

innovación financiera (ayudado por la innovación tecnológica) en el que destacó la aparición de los productos financieros derivados y de nuevos comportamientos por parte de los inversores internacionales.

Pero los derivados no son sólo consecuencia del aumento del riesgo y de la volatilidad, sino que también son una de sus causas, por lo que puede decirse que se establece una relación causal circular entre ambas variables. Según Eatwell (1996) los motivos por los que los derivados inciden en un mayor riesgo son básicamente tres (ver capítulo 1, epígrafe D). El primero es la complejidad del producto (dado que las coberturas de los riesgos se diseñan a medida). El segundo es que los modelos matemáticos que se utilizan habitualmente para calcular el precio de los derivados son distribuciones logarítmico-normales que hacen que los precios de los derivados presenten una mayor volatilidad. El tercer y último motivo consiste en que la compra de derivados suele realizarse con fondos ajenos; en otras palabras, los inversores suelen endeudarse (o apalancarse) para financiar la compra de derivados. Además, Crockett (1995) señala que los derivados suelen acentuar la tendencia de los precios de sus subyacentes.

Del análisis de Eatwell (1996) tan sólo se va a extraer un factor como explicación de por qué el uso de productos financieros derivados provoca un aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Esto es así por los siguientes motivos. En primer lugar, aquí se considera que el primer factor de Eatwell (1996), esto es, la complejidad del propio producto, no redunda directamente en un riesgo mayor. Esta complejidad sí afecta a la incertidumbre de los mercados financieros, aumentándola: al ser complejos los derivados, será más difícil evaluar su riesgo y tomar decisiones de inversión, con lo que se verá incrementada la incertidumbre. Dicho aumento de la incertidumbre acabará provocando un aumento del riesgo, pero a través del aumento de la asimetría de la información. Por lo que respecta al tercer motivo que, según Eatwell (1996), yace tras el aumento de la volatilidad inducido por el uso de

productos derivados, puede afirmarse que el hecho de invertir apalancado es un riesgo en sí, que este riesgo es genérico y que no está asociado de forma exclusiva al uso de derivados. Es decir que el hecho de que los agentes sean propensos al riesgo no puede considerarse como un riesgo inherente de los derivados financieros. Así, quedan descartados dos de los factores de Eatwell (1996) para explicar el aumento del riesgo provocado por los derivados, lo cual conduce a la siguiente conclusión: el uso de los productos financieros derivados provoca un incremento del riesgo y la volatilidad de los mercados financieros internacionales mediante dos vías: por una parte, los modelos de evaluación de precios de derivados provocan la dispersión de su precio, provocando una mayor volatilidad y, por otra parte, la evolución de los precios de los derivados marca en cierta medida la tendencia del precio de sus subyacentes, con lo que los precios de los distintos mercados financieros aumentan su interdependencia, provocando por tanto un aumento de la volatilidad.

### 2.3. Comportamiento de los inversores internacionales

El último factor que, desde el punto de vista de este trabajo de investigación, repercute en el riesgo y la volatilidad, presionando ambos al alza es el comportamiento de los inversores internacionales en el contexto de unos mercados financieros globalizados. Sias (1996) argumenta que los fondos de inversión colectiva aumentan el riesgo de los mercados. En primer lugar, negocian altos volúmenes de ahorro, por lo que tienen mayor poder que los inversores de menor tamaño (que suelen operar a nivel nacional) para determinar los precios de los activos que negocian. En segundo lugar, suelen realizar gran parte de sus inversiones a corto plazo. Y, en tercer y último lugar, suelen estar sujetos en mayor medida que otros inversores a comportamientos de *herding*<sup>63</sup>.

---

<sup>63</sup> Los motivos por los que los inversores internacionales tienen un comportamiento más gregario que otros inversores ya han sido expuestos en el capítulo 1, epígrafe D.

Podría decirse que el segundo y el tercer motivo expuestos por Sias (1996) están relacionados. El aumento de la liquidez está relacionado con menores niveles de información en las tomas de decisiones de inversión, y ante la falta de información los inversores suelen copiar las decisiones de otros agentes que operan en el mismo mercado (son los problemas del *free-rider* y del *herding*). Por tanto, el horizonte a corto plazo en las decisiones de inversión y el *herding* forman parte del mismo problema y pueden considerarse una consecuencia de la mayor liquidez de los mercados financieros internacionales que es fruto del proceso de globalización financiera. Esto, sumado al poder de mercado de los inversores internacionales, genera un aumento del riesgo.

### 3. AUMENTO DE LA INCERTIDUMBRE

Así, partiendo de un proceso de globalización financiera, puede producirse un aumento de la volatilidad y del riesgo en los mercados financieros internacionales. Este epígrafe tratará de justificar, desde el punto de vista teórico, el aumento de la incertidumbre a raíz de todo el proceso descrito anteriormente. Desde este enfoque, el aumento de la incertidumbre en las operaciones internacionales puede explicarse como la consecuencia de dos fenómenos. En primer lugar está, lógicamente, el aumento de la volatilidad y el riesgo. El segundo factor es el uso de productos financieros derivados, como ya se ha señalado antes.

#### 3.1. Aumento de la volatilidad y del riesgo

La incertidumbre podría estar relacionada con el aumento de la volatilidad, siendo la incertidumbre uno de los cuatro factores de la teoría de la vulnerabilidad de Mishkin, como se indicó en el repaso de la literatura teórica sobre vulnerabilidad financiera (capítulo 1, epígrafe C.1.2). De hecho, el propio Mishkin contempla esta posibilidad (Mishkin, 1998). La explicación es

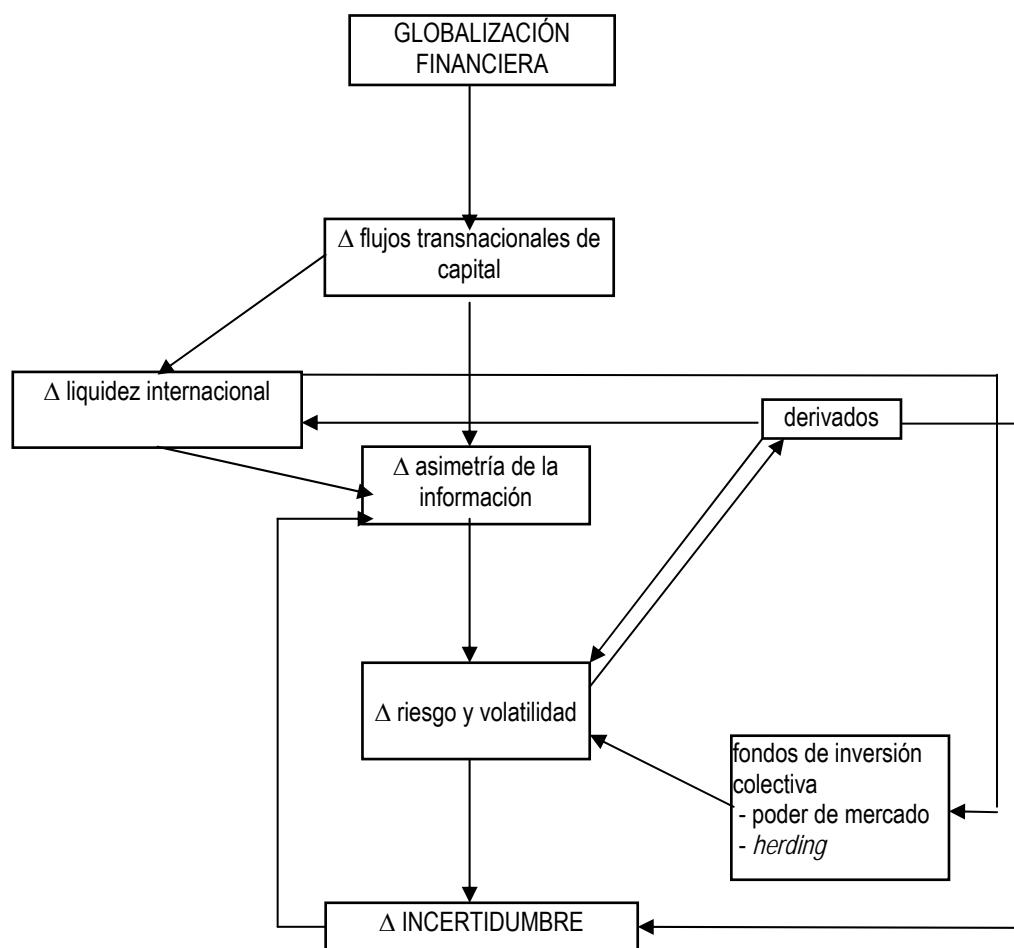
bien sencilla: el aumento de la volatilidad del precio de un activo significa que los diferentes precios que registra el activo se alejan cada vez más de su media. Esto significa que, a medida que aumente la volatilidad, cada vez será más difícil para los inversores prever cuál será el precio futuro del activo. Existe, por tanto, mayor incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

### 3.2. Derivados financieros

Según Eatwell (1996), la complejidad de la estructura de los productos financieros derivados explicaría que el uso de dichos productos provocara un aumento de la incertidumbre, al ser los productos demasiado complejos como para evaluar correctamente el riesgo que suponen como inversión.

Por tanto, la suma de una mayor volatilidad y el uso de derivados provoca un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros globales. Ya se indicó, al estudiar las causas del problema de la asimetría de la información que se podía considerar que la incertidumbre redunda en un aumento de la asimetría de la información, reforzando todo el proceso descrito en este epígrafe. En realidad, esta relación se explica por simple lógica: al fin y al cabo, la base de la asimetría de la información es la incertidumbre; la incertidumbre que tienen ciertos agentes acerca de la rentabilidad esperada de los proyectos en los que van a invertir. Si la incertidumbre se agrava, se presupone que la asimetría de la información también se ve afectada.

Gráfico 2.1. Globalización financiera e incertidumbre



## **B. GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS**

En esta tesis se considera que la globalización financiera, además de provocar un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, conduce igualmente a un deterioro de los balances de la red bancaria local de los países inmersos en dicho proceso de globalización financiera, especialmente si dichos países están subdesarrollados (o son economías emergentes) (gráfico 2.2). En este epígrafe, se intentará demostrar, desde el punto de vista teórico, esta hipótesis. Para ello, se utilizará como base, igual que en el anterior epígrafe, una combinación de algunas de las teorías expuestas en el capítulo anterior. En este sentido, son de especial utilidad las ideas de Mishkin (1996 y 1998), Minsky (1977 y 1986) y McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) recogidas en el epígrafe sobre teorías de fragilidad financiera (capítulo 1, epígrafe C). En primer lugar, se estudiará en base a qué factores la globalización financiera provoca la entrada masiva de capital extranjero en una economía recientemente liberalizada. En segundo lugar, se analizará cómo esta entrada de capitales se traduce en un *boom* de crédito y en tercer y último lugar cómo ese *boom* de crédito desemboca en un deterioro de los balances del sector bancario.

### **1. AUMENTO DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO**

El primer paso hacia el deterioro de los balances de la red bancaria de un país emergente es, desde este punto de vista y tomando como base el *survey* del capítulo anterior, la entrada masiva de capital extranjero. Efectivamente, el exceso de financiación externa puede convertirse en un problema, no solamente debido a la cantidad sino también a la calidad del capital entrante que suele ser volátil y/o tener vencimientos a corto plazo, estar denominado en divisas y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio y suele concederse en forma de deuda, especialmente si el país receptor es un país no industrializado.

En primer lugar, se analizará qué factores determinan el alto volumen de capital entrante y, en segundo lugar, qué variables determinan las particulares características de dicho capital.

### 1.1. Determinantes del volumen de las entradas de capital

Puede decirse que el fuerte incremento de las entradas de capital responde a la combinación de cuatro variables. Éstas son: el aumento de los flujos internacionales de capital, en general y de la liquidez internacional, en particular; la liberalización financiera –demasiado acelerada– del país receptor de capital combinada con la ausencia de controles a la entrada de capital (que pretendan reducir o los capitales entrantes o, al menos, transformar su composición); y, por último, unas expectativas demasiado optimistas de rentabilidad de las inversiones realizadas en dicho país (cuadro 2.1).

Por lo que respecta al aumento de los flujos internacionales de capital y al consecuente aumento de la liquidez internacional, puede considerarse que éste es el principal *push factor*<sup>64</sup> que subyace a la entrada de capital en las economías emergentes. Al aumentar, con la globalización de los mercados financieros, el volumen de ahorro que se invierte fuera del país en el que se genera, existe una mayor probabilidad, para las economías emergentes, de captar dicho ahorro. Así, una de las variables que explica cómo se genera el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales coadyuva también a que se genere el deterioro de los balances bancarios en los países receptores de capital.

Los demás factores que justifican que las entradas de capital sean muy elevadas en un determinado momento son *pull factors*. El primero de ellos es

---

<sup>64</sup> Un *push factor* es una variable que justifica que el ahorro de un país sea expulsado fuera de éste para ser invertido en otro. Por oposición, un *pull factor* es un factor de atracción de capital. Este segundo tipo de factores explican por qué este capital expulsado de un país o región es invertido en un determinado país (o región).

una liberalización financiera demasiado acelerada. La liberalización financiera que, en este caso concreto, debe incluir la apertura de la cuenta de capitales, es una variable que aparece en numerosas hipótesis de vulnerabilidad financiera como origen de todo el proceso de deterioro de la salud financiera de un país. Según Mishkin (1996 y 1998), una liberalización financiera poco cauta está en el origen de aquellas crisis en las que la globalización de los mercados de capitales desempeña algún papel. Calvo (2000) y Chang y Velasco (1998), que desarrollan un modelo de segunda generación en el que los parámetros fundamentales que se deterioran son financieros, también explican el origen de dicho deterioro por el inicio de un proceso de liberalización financiera, esto es, por la apertura de la economía al capital extranjero. Así, en estas dos hipótesis, la liberalización financiera es una variable exógena que está al principio del proceso del deterioro de los fundamentos financieros de un país.

Sin embargo, el modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) hace endógena esta variable y explica, por tanto, cuál es su origen. Según los autores, la liberalización financiera (entendida como la apertura de la cuenta de capitales) suele ser una medida más de un paquete de reformas más amplio, esto es, de un programa de reforma estructural. Así, los países que proceden a una liberalización financiera suelen llevar también a cabo procesos de reforma económica en otros terrenos, como puede ser la apertura comercial, un cambio en su política fiscal, un cambio en su política de rentas, etc. El hecho de incluir un paquete de reformas más completo como variable del modelo tiene importantes implicaciones en la explicación teórica de cómo surge el deterioro de los balances bancarios, ya que, recuérdese que según McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998), la reforma estructural trae consigo un cambio tecnológico que permite que aumenten la carga tecnológica y los rendimientos de los sistemas de producción locales, con lo que aumentan, también, las expectativas sobre la rentabilidad futura de los proyectos de inversión realizados en el país, hasta el punto de que éstas se tornen demasiado optimistas.

Ya se sugirió, al repasar el modelo de McKinnon y Pill, que estos autores quizás pecan de optimistas al dar por sentado (ya que se incluye como un supuesto del modelo) que la reforma estructural siempre va a traer consigo un cambio tecnológico en los sistemas de producción que redunde en un aumento de las rentabilidades. Es, quizás, más realista contemplar la posibilidad de que, aunque el país lleve a cabo una reforma estructural, ésta no traiga consigo un aumento de la rentabilidad de las inversiones. Sin embargo, sí tiene sentido pensar que este tipo de paquetes de reformas generen, independientemente de los resultados reales que tengan para la economía del país, un sentimiento positivo por parte de los inversores internacionales, que interpretan la ejecución de este tipo de reformas como una señal positiva acerca de esta economía lo cual les lleva igualmente a generar expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad esperada de las inversiones realizadas en este país. Así, independientemente de que se produzca un cambio tecnológico real o no, la liberalización financiera puede incluirse como variable del modelo, explicándola como parte de un paquete de reformas de mayor amplitud y que, en cualquier caso, los inversores internacionales interpretan este paquete de reformas como una buena señal lo cual les hace generar grandes expectativas con respecto de las inversiones en el país. Sin embargo, también conviene explicar por qué los inversores internacionales van a considerar que la rentabilidad aumenta con la mera implantación de un paquete de reformas, independientemente de sus resultados reales. Esto puede ser fruto del aumento de la incertidumbre que deriva de la globalización de los mercados financieros internacionales, lo cual impide a los agentes que operan en los mercados financieros evaluar correctamente sus decisiones de inversión. Así, el exceso de optimismo sobre la rentabilidad de las inversiones en la economía recientemente liberalizada es el resultado de una reforma estructural por una parte y del aumento de la incertidumbre, por otra.

Por otra parte, en esta tesis se sostiene que la liberalización financiera no es únicamente el resultado de la implantación de un paquete más amplio de

reformas. El inicio de un proceso de liberalización en una economía emergente también puede (y suele) estar inducido por la existencia de un proceso de globalización financiera. En un entorno en el que los mercados financieros están globalizados, los países subdesarrollados y las economías emergentes compiten más duramente por la atracción de capitales y resulta más fácil atraer capital extranjero si la cuenta de capitales está liberalizada (Bustelo *et al.*, 2000).

Una vez analizados el proceso de liberalización financiera y el aumento de las expectativas de rentabilidad, queda ver el último factor que subyace al fuerte volumen de las entradas de capital externo. Este último factor es la ausencia de controles a la entrada de estos capitales. La explicación es bien sencilla y ya fue estudiada al repasar el modelo de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998). Los controles a la entrada de capitales simplemente distorsionarían los efectos de la apertura de la cuenta de capitales, reduciendo el volumen de fondos a la entrada o transformando su composición.

Resumiendo, la liberalización financiera (que es fruto de la globalización financiera y de un paquete más amplio de reformas) tiene por principal consecuencia la entrada masiva de capital extranjero, si dicha liberalización se combina con el aumento de los flujos de capital a escala internacional, con unas expectativas demasiado optimistas sobre la rentabilidad de los proyectos de inversión (también fruto de la reforma estructural) y con la ausencia de controles a la entrada de capitales (cuadro 2.1).

## 1.2. Determinantes de la estructura del capital entrante

Una vez vistos los factores que determinan el alto volumen de las entradas de capital, queda ahora estudiar qué determina la particular estructura de este capital, esto es, que los flujos sean en su mayoría flujos a corto plazo y/o volátiles, que se contraten en forma de deuda y que estén denominados en

moneda extranjera sin estar acompañados de la consiguiente cobertura del riesgo de tipo de cambio. Estas características pueden ser la consecuencia del aumento de la asimetría de la información, del aumento de la liquidez internacional, del diferencial de tipos de interés, de la política de ancla, de la ausencia de un sistema de regulación y supervisión del endeudamiento de la banca nacional y de la ausencia de controles de capital a la entrada (cuadro 2.1).

No obstante, conviene hacer un inciso antes de analizar estas variables, ya que habría que explicar, en primer lugar, qué elementos han sido retenidos del modelo de sobreendeudamiento de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) y ver cómo interactúan con las demás variables de este planteamiento teórico. Según estos autores, puede producirse un sobreendeudamiento en base a variables reales, un sobreendeudamiento en base a variables financieras o ambos. El sobreendeudamiento “real” responde a la combinación de un proceso de liberalización financiera, a unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas y a una serie de factores internos. Estos factores internos son la ausencia de un sistema de regulación de la actividad bancaria, las garantías del gobierno de los depósitos bancarios y la caída de los tipos de interés nacionales (para situarse al nivel del tipo internacional, que es menor). Por su parte, el sobreendeudamiento “monetario” responde a también al proceso de liberalización financiera y a unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas pero esta vez combinados con otras variables internas. Las nuevas variables internas son las garantías gubernamentales y la ausencia de un sistema de regulación y supervisión (igual que en el otro tipo de sobreendeudamiento) pero esta vez sumadas a la ausencia de controles de capital a la entrada y al diferencial de tipos de interés (en lugar de la caída de los tipos de interés<sup>65</sup>).

---

<sup>65</sup> Este cambio se explica por el hecho de que, en el segundo modelo, no se presupone la integración de los mercados de capitales y, por tanto, el tipo de interés nacional no tiene por qué igualarse al internacional cuando se abre la cuenta de capital.

Puede considerarse que los factores del sobreendeudamiento “real” explican en realidad los motivos por los que las entradas de capital se convierten en un crédito que se distribuye ineficientemente en el interior del país, y que los factores que determinan el sobreendeudamiento “monetario” explican el volumen y la composición del capital extranjero que entra en el país tras la apertura de la cuenta de capital. En otras palabras, los elementos del modelo de sobreendeudamiento “monetario” explican la “mala” financiación y los del modelo “real” explican la “mala” asignación de este ahorro externo. Por lo que respecta a los factores que determinan la asignación ineficiente del crédito, éstos serán repasados en el siguiente epígrafe (B.2), cuando se estudien las causas del *boom* de crédito. A continuación, se examinará cómo se pueden combinar los elementos del modelo de sobreendeudamiento “monetario” para explicar, en la propuesta teórica que se defiende en esta tesis, la composición del capital entrante.

Tres de los elementos del modelo de sobreendeudamiento monetario –la liberalización financiera, las altas expectativas de rentabilidad y la ausencia de controles de capital– sumados al aumento de los flujos internacionales de capital, explican el alto volumen de las entradas de capital desde el exterior. Además, la ausencia de controles de capital a la entrada también influye en la composición de las entradas de capital. Queda ver pues, cómo actúan las garantías gubernamentales, la ausencia de un sistema de supervisión, el diferencial de tipos de interés y la ausencia de controles a la entrada como determinantes de las entradas de capital. Por lo que respecta al diferencial de tipos de interés, éste influye en que el capital externo venza a corto plazo. Efectivamente, los niveles de los tipos de interés suelen influir tan sólo en los capitales a corto plazo, no determinando en gran medida el nivel de las entradas a largo plazo. Esto es así porque, a diferencia de las inversiones a corto plazo, las inversiones a largo plazo (deuda a largo plazo o inversión directa extranjera, IDE) se realizan en función de una combinación de un

mayor número de variables que incluye factores como la situación política o las expectativas de rentabilidad a largo plazo. Además, el diferencial de tipos de interés redunda en un aumento de las entradas de capital en forma de deuda (frente a otros tipos de inversiones) ya que las ventajas son directas: los créditos están mejor remunerados en un país con altos tipos de interés.

En cuanto a las garantías gubernamentales, puede decirse que la principal garantía que asegura el valor de las entradas de capital extranjero es, si se trata de un país subdesarrollado o de una economía emergente, un régimen de tipo de cambio fijo. En el momento en el que el capital extranjero entra en el país (y antes de que sea distribuido por la red financiera local), sólo existe un riesgo de pérdida de valor, que es el riesgo de tipo de cambio. Este riesgo queda eliminado, para el inversor, si el país en cuestión tiene un ancla nominal con respecto a otra divisa más fuerte. De este modo, el riesgo de tipo de cambio es soportado por el gobierno o, lo que es lo mismo, el gobierno garantiza el valor de la inversión a la entrada. Éste es, quizás, el punto más importante del modelo de sobreendeudamiento “monetario puro” de McKinnon y Pill (1999) que sostiene que dichas garantías del gobierno representan un incentivo para que el capital extranjero que entra en el país esté denominado en moneda extranjera y, sobre todo, que los receptores de dicho capital no cubran el riesgo de tipo de cambio. El ancla de la moneda (o garantía gubernamental) favorece, asimismo, la entrada de capitales a corto plazo, ya que, como sostiene el modelo de McKinnon y Pill, existe un riesgo de tipo de cambio a largo plazo (riesgo de cambio de régimen) y los inversores saben que dicho riesgo existe. El valor de la inversión sólo puede quedar garantizado, mediante el ancla, a corto plazo.

Por lo que respecta a la ausencia de un sistema de regulación y supervisión de la red bancaria, conviene, en este punto, diferenciar dos tipos de sistemas de supervisión: uno que regula la actuación de la banca local en la captación de fondos ajenos y otro que regula la actuación de la banca en la

canalización de ese ahorro. Si no existe el primero de estos sistemas –el sistema de supervisión de la banca para la captación de fondos ajenos– entonces no existirán limitaciones al endeudamiento de la banca con el extranjero: ésta podrá endeudarse sin tener en cuenta el riesgo de tipo de cambio ni el peligro de endeudarse a corto plazo. La ausencia de un sistema de estas características promueve, pues, el endeudamiento de la banca nacional a corto plazo (o mediante títulos de deuda volátiles), en divisas y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio.

Queda por ver cómo influye la ausencia de controles de capital a la entrada en la composición de las entradas de capital. La ausencia de dichos controles contribuye al vencimiento a corto plazo y a la volatilidad de las entradas de capital. Ya se ha señalado que uno de los objetivos de dichos controles es limitar el volumen de dichas entradas y que, por tanto, la ausencia de los mismos promueve la entrada masiva de capital extranjero. Pero, además, los controles de capital también permiten prolongar los vencimientos de los capitales entrantes y reducir la entrada de capital volátil. Los mecanismos mediante los cuales los controles de capital permiten reducir la entrada de flujos de capital a corto plazo y/o volátiles serán estudiados en el último capítulo de esta tesis (capítulo 6).

Se puede retomar ahora la explicación de los factores que explican las características de las entradas de capital. Ya se ha señalado que éstas se caracterizan por estar denominadas en moneda extranjera y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio, por tener vencimientos a corto plazo y/o ser volátiles, y por los altos volúmenes de deuda. A continuación se verá cómo se justifican cada una de estas cinco características.

Por lo que respecta al corto plazo de los vencimientos, puede decirse que existen seis factores que lo determinan. Los cuatro primeros son el diferencial de tipos de interés, el ancla a una divisa más fuerte, la ausencia de un sistema

de regulación y supervisión y la ausencia de controles de capital a la entrada. Pero existen, además, otros dos factores que promueven el corto plazo de los vencimientos de estos capitales. Por una parte está el aumento de la liquidez internacional, que, como ya se señaló en la explicación de las hipótesis de Minsky (1977 y 1986), facilita el endeudamiento a corto plazo (si dicha liquidez se da en los mercados internacionales, el endeudamiento se produce con el exterior). En segundo lugar, está la asimetría de la información. Al existir un fuerte desnivel de información entre los inversores internacionales y los receptores del capital (acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión), los inversores correrán riesgos mayores en sus operaciones internacionales. Sin embargo, este riesgo se reduce si la inversión se realiza a corto plazo: el ahorro no queda bloqueado durante un periodo de tiempo demasiado largo y, en caso de que surjan problemas, el agente podrá retirar sus fondos con mayor facilidad. Así, estos dos últimos factores (el aumento de la liquidez a escala internacional y el aumento de la asimetría de la información) explican, por los mismos motivos, que las inversiones se realicen en títulos de deuda cotizables, que son altamente volátiles (además de o en vez de realizarse mediante contratos a corto plazo).

Por otra parte, son el ancla y la ausencia de un sistema que supervise el endeudamiento de la banca local con el extranjero los que determinan que las entradas de capital estén denominadas en moneda extranjera y que los receptores de dichas entradas no se cubran del riesgo de tipo de cambio que ello supone. A la banca local, le será indiferente endeudarse en moneda local o en moneda extranjera ya que existe un ancla promovida por el gobierno que asegura el valor de las inversiones. La red bancaria no tendrá en cuenta, pues, la existencia del riesgo de cambio de régimen y se endeudará en moneda extranjera y sin cubrir el riesgo cambiario.

La última característica de las entradas de capital que conviene resaltar es que gran parte de este capital entra en forma de deuda. Como ya se ha

estudiado, esto responde a dos variables: la ausencia de un sistema de regulación de la actividad bancaria y el diferencial de tipos de interés (entre el tipo de interés nacional y el internacional) (cuadro 2.1).

Cuadro 2.1. Determinantes del volumen y la estructura de las entradas de capital extranjero

	alto volumen	corto plazo y/o volátiles	denominación en divisas	no cobertura del riesgo cambiario	deuda
Δ liquidez internacional	X	X			
liberalización financiera	X				
expectativas optimistas de rentabilidad	X				
ausencia de controles de capital	X	X			
Δ asimetría de la información		X			
diferencial de tipos de interés		X			X
ancla de la moneda		X	X	X	
ineficacia de la regulación y la supervisión para la captación de fondos		X	X	X	X

Fuente: elaboración propia

## 2. BOOM DE CRÉDITO<sup>66</sup>

Como se ha visto, existen ciertos mecanismos mediante los cuales la liberalización financiera (esto es, la inclusión en el proceso de globalización

<sup>66</sup> Algunas de las teorías expuestas en el capítulo anterior (Hermalin y Rose, 1999; Mishkin, 1996 y 1998) sostienen que los problemas de información que se dan en los mercados financieros suelen dar lugar, en última instancia, al racionamiento del crédito. En otras palabras, estos autores consideran que el problema que puede surgir a raíz de la asimetría de la información (y de la selección adversa y el riesgo moral) es el opuesto al *boom* de crédito. No obstante, el problema del racionamiento del crédito no se da hasta el momento en el que estalla la crisis financiera. Partiendo de algunos aspectos de la hipótesis de Mishkin (1996 y 1998) así como de los estudios de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998), Minsky (1977 y 1986) y Kregel (1998a), puede afirmarse que, previamente al estallido de la crisis financiera y al racionamiento

financiera) puede dar lugar, bajo determinadas circunstancias, a la entrada masiva de capital extranjero (fundamentalmente a corto plazo, denominado en moneda extranjera y en forma de deuda), especialmente si el país receptor es una economía emergente. La mayoría de las teorías de vulnerabilidad financiera y algunos modelos concretos de segunda generación (capítulo 1, epígrafes C y E), mantienen que las fuertes entradas de capital extranjero dan lugar a un *boom* de crédito (o sobreendeudamiento)<sup>67</sup>. Es más, estos créditos suelen concederse para proyectos de alto riesgo. Este epígrafe propone un mecanismo teórico (basado, una vez más, en las hipótesis ya repasadas en el capítulo anterior) que pueda explicar cuáles son todas las variables que provocan el paso de las fuertes entradas de capital al *boom* de crédito. Se considera aquí que el mero hecho de que el capital foráneo entre masivamente en la economía recientemente liberalizada no es condición suficiente para que se produzca un sobreendeudamiento. Hace falta, además, que las entradas de capital tengan una determinada composición –como, por ejemplo, la que se acaba de estudiar<sup>68</sup>– y que se den otros factores, que son los que se van a ver en este epígrafe.

Los autores que han tratado el tema del *boom* de crédito son Mishkin (1996 y 1998), Minsky (1977 y 1986), Kregel (1998a), McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) y Calvo (1998)<sup>69</sup>. Podría decirse que las explicaciones de la

---

del crédito, las economías subdesarrolladas inmersas en un proceso de globalización financiera sufren el problema del sobreendeudamiento.

<sup>67</sup> El *boom* de crédito puede definirse como un incremento del crédito (que se concede en el interior del país) superior al crecimiento del PIB.

<sup>68</sup> En este punto conviene, quizás, aclarar que la entrada masiva de capitales con las características descritas en el epígrafe anterior –alto volumen de deuda con vencimiento a corto plazo y/o alta volatilidad y denominación en moneda extranjera que no se acompaña de la consiguiente cobertura del riesgo de tipo de cambio– no es la única vía mediante la cual puede generarse, en un momento dado, un *boom* de crédito. Dicho *boom* se crearía, asimismo, si, por ejemplo, la entrada de capitales se hiciera mediante inversiones en cartera realizadas por extranjeros en el sistema bancario local, esto es, si los inversores extranjeros se dedicaran a comprar acciones de compañías locales puestas en venta por la red local de intermediarios financieros.

<sup>69</sup> De algún modo, Hermalin y Rose (1999) también podrían ser incluidos en este grupo de autores. Desde su punto de vista, con la globalización se produce un efecto de desbordamiento monetario (*monetary spillover*) que se define como la repercusión monetaria local de la entrada de capital extranjero.

mayoría de estos autores sobre cómo se desencadena el proceso de sobreendeudamiento pecan de una excesiva simplificación. Por lo que respecta a Mishkin (1996 y 1998), este autor considera que el *boom* de crédito es el resultado de un proceso de liberalización financiera sumado a la inadecuada supervisión de la actividad bancaria (que resulta de la falta de experiencia de los responsables de política económica que llevan a cabo dicha liberalización). Según Minsky (1977 y 1986) y Kregel (1998a), el sobreendeudamiento surge del exceso de liquidez (que abarata el crédito a corto plazo) y de las expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad de las inversiones. Por lo que respecta a Calvo (1998), son las garantías gubernamentales las que promueven el sobreendeudamiento financiado por la banca local.

Al igual que ocurre con la explicación de las causas de la entrada masiva de capital extranjero, parece que son McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998) los que explican de forma más completa y rigurosa cómo se desemboca en un proceso de sobreendeudamiento. Ya se ha sugerido que los modelos de sobreendeudamiento “real” y sobreendeudamiento “monetario” ilustran qué factores yacen tras la ineficiencia en la concesión de créditos (*boom* de crédito) y tras el endeudamiento incauto con el exterior, respectivamente. Los elementos que determinan el desencadenamiento de un sobreendeudamiento “real” son el exceso de optimismo acerca de las expectativas de rentabilidad de los proyectos de inversión sumados al proceso de liberalización financiera y a una serie de factores internos que son la intermediación total del ahorro (tanto interno como externo) por parte de la red bancaria local, las garantías gubernamentales sobre los depósitos bancarios, la falta de un sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria y la caída del tipo de interés nacional (para situarse al nivel del internacional).

Queda ver ahora cuáles de estos elementos sirven para explicar el paso del *boom* de entradas de capital al *boom* de crédito. Por lo que respecta al proceso de liberalización financiera, éste aparece como causa del

sobreendeudamiento tan sólo en el modelo “real” de McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998): en el momento en el que se añaden las variables monetarias al proceso (ver epígrafe B.1), dicha liberalización pasa a ser causa directa de la mala financiación (y no de la mala asignación del crédito). Por lo que respecta a la caída de los tipos de interés, con la introducción de variables monetarias en el modelo, no solamente este supuesto se relaja (dándose por sentado, simplemente, que el tipo de interés mundial es inferior al local) sino que, al igual que ocurre con la variable “liberalización”, el diferencial de tipos de interés pasa a ser causa directa de las entradas de capital pero no de la canalización interna de dichas entradas.

En cuanto a la intermediación total del ahorro por parte de la red bancaria local, aquí se considera que se puede relajar levemente este supuesto. En primer lugar, la función de intermediación podría ampliarse de la red bancaria a la red financiera en general –incluyendo, de este modo, tanto a bancos como a instituciones financieras no bancarias–. Esto sería así porque los procesos de liberalización financiera del tipo de los que describen McKinnon y Pill (1996, 1997, 1998 y 1999) suelen incluir, como ya se señaló en la explicación de sus hipótesis (capítulo 1, epígrafe C.2.2) un paso previo a la apertura de la cuenta de capitales que es la desregulación del mercado financiero interno; y dicha desregulación suele tener como una de las principales consecuencias la aparición de una red financiera no bancaria paralela a la red financiera convencional y que realiza, asimismo, una importante labor de intermediación del ahorro, en particular, del ahorro externo. En segundo lugar, si bien es cierto que es necesaria una alta intermediación financiera para que las entradas de capital extranjero se transformen en crédito interno, no parece necesario que dicha intermediación sea total. Basta con que el sector financiero sea el principal receptor del ahorro externo, y no el único, para que este ahorro se canalice en un estallido de crédito interno. Por lo que respecta a las garantías gubernamentales a los depósitos bancarios, éstas han sido desglosadas en el epígrafe anterior (B.1) en dos categorías: la asunción del riesgo de tipo de

cambio por parte de las autoridades monetarias mediante el ancla de la moneda y la garantía del depósito en sí. Mientras el ancla actúa como garantía gubernamental a la entrada de flujos de capital, las garantías sobre depósitos actúan como garantía en la canalización del capital<sup>70</sup>. Por último, por lo que respecta al sistema de regulación y supervisión bancaria, recuérdese que en este punto tan sólo se hace referencia a la supervisión de la actividad bancaria como generadora de créditos y no como captadora de ahorro externo. Así, la existencia de garantías sobre los depósitos y la ausencia de un sistema que supervise y controle la actividad de la red financiera como canalizadora del ahorro, pueden dar lugar a la explotación del riesgo moral y, por tanto, al aumento de la concesión de crédito interno para actividades demasiado arriesgadas o, simplemente, poco rentables.

Se puede, pues, concluir que las variables que promueven la aparición de un *boom* de crédito que, además, se conceda a actividades de alto riesgo son las siguientes. En primer lugar está, lógicamente, la entrada masiva de capital extranjero (en forma de deuda, a corto plazo y en divisas) y la intermediación de gran parte de dicho capital por parte de la red financiera local; todo lo cual determina, fundamentalmente, el *boom* en sí, esto es, el alto volumen de crédito concedido. En segundo lugar, están el exceso de optimismo acerca de la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión, las garantías gubernamentales a los depósitos bancarios (sean éstas reales o no) y la falta de un sistema que regule y supervise la concesión de créditos por parte de la banca local. Estos últimos elementos influyen en la calidad del crédito interno, es decir que estas variables determinan que los créditos se concedan para financiar proyectos de alto riesgo (cuadro 2.2).

---

<sup>70</sup> Recuérdese, una vez más, que estas garantías no tienen por qué ser verdaderas, pueden ser ficticias.

Cuadro 2.2. Determinantes del volumen y las características del *boom* de crédito

	alto volumen	proyectos de alto riesgo
entrada masiva de capital	X	
alta intermediación bancaria	X	
expectativas optimistas de rentabilidad		X
garantías gubernamentales		X
ineficacia de la regulación y la supervisión sobre la concesión de préstamos		X

*Fuente: elaboración propia*

### 3. DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS

Al estudiar la hipótesis de la fragilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), ya se señaló que, según este autor, los países subdesarrollados y las economías emergentes se caracterizan, entre otras cosas, porque sus sectores privados (financieros y no financieros) tienden a acumular activos a largo plazo denominados en moneda local y pasivos a corto plazo denominados en moneda extranjera; es decir, que dichos sectores se caracterizan por generar un desajuste de moneda y vencimiento en sus balances. Según este autor, estas serían, pues, características intrínsecas de este tipo de economías (capítulo 1, epígrafe C.1). No obstante, del análisis realizado en los dos epígrafes anteriores (epígrafes B.1 y B.2) puede deducirse que este desajuste, lejos de surgir de forma “natural”, aparece como consecuencia de una serie de procesos que, en última instancia, derivan del proceso de globalización financiera.

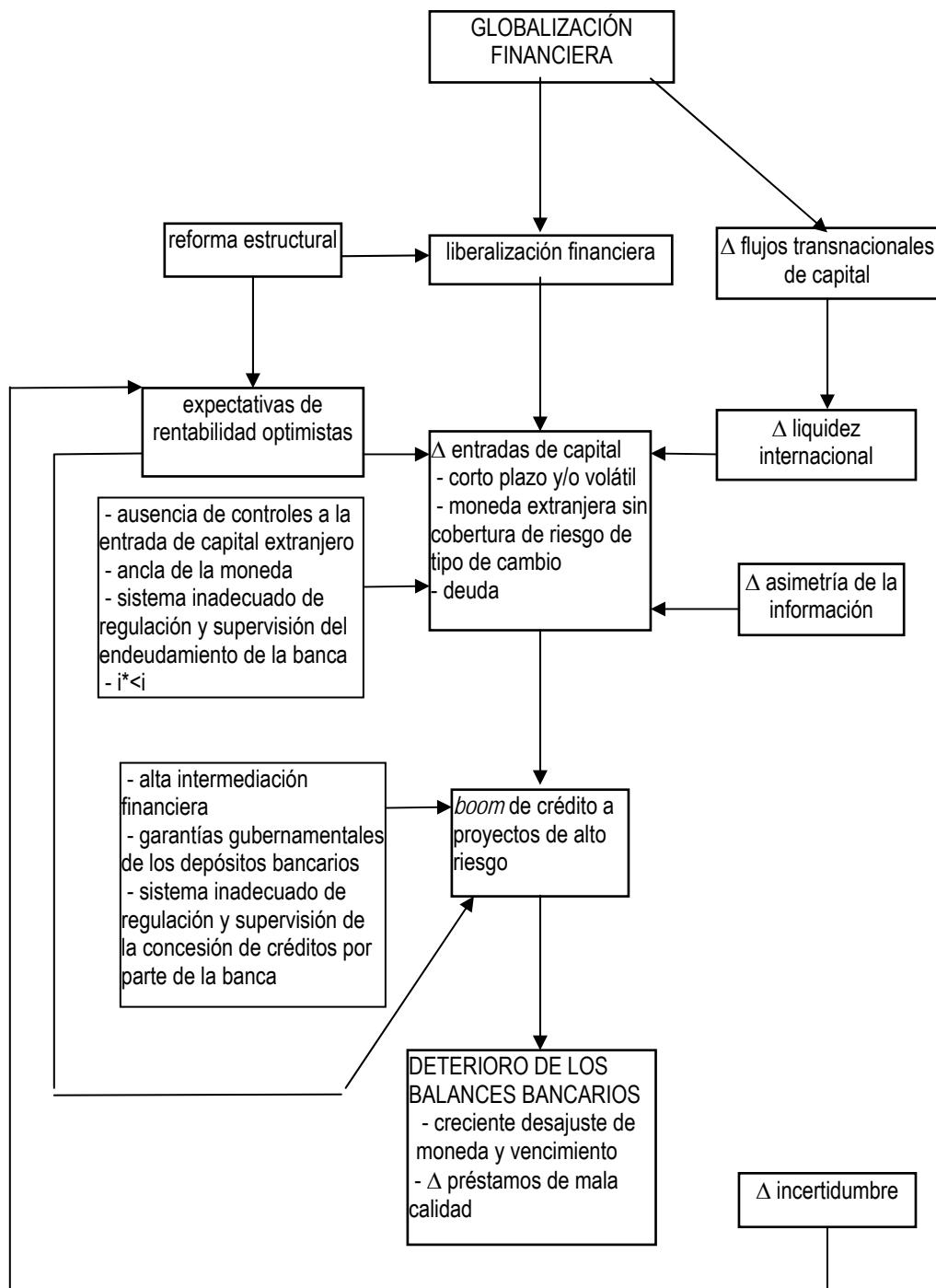
La globalización financiera desencadena, pues, una serie de mecanismos internos en la economía emergente o subdesarrollada recientemente liberalizada que tiene por consecuencia lógica el deterioro de los balances de la red bancaria local. En efecto, dado el volumen y la naturaleza de las entradas de capital y dada la particular canalización de dicho capital en el interior de la economía, la salud financiera de los balances bancarios se deteriora. Se entiende por deterioro el creciente desajuste de moneda y vencimientos y el

aumento de los préstamos de baja calidad. Este último paso en la cadena causal que lleva al aumento de la fragilidad financiera aparece, sobre todo, en las hipótesis de Mishkin (1996 y 1998), Calvo (1998) y Chang y Velasco (1998). Mishkin (1996 y 1998) destaca el deterioro de la calidad de los préstamos, mientras que Calvo (1998) y Chang y Velasco (1998) hacen hincapié en el desajuste de vencimientos entre pasivos y activos bancarios. En este trabajo se considera que el deterioro se produce, como se acaba de indicar, en tres frentes: el desajuste de vencimientos, el de monedas y la caída de la calidad de la cartera de créditos.

Por lo que respecta a la caída de la calidad de la cartera de préstamos, ésta es una consecuencia lógica del análisis hecho en el epígrafe anterior (B.2). Si los créditos se conceden a proyectos de alto riesgo, con alto riesgo de impago, la calidad de los activos de la red bancaria local se deteriorará. Por lo que respecta al desajuste de vencimientos entre activos y pasivos bancarios, éste consiste en que, mientras los pasivos bancarios tendrán vencimientos a corto plazo (dado que el endeudamiento externo se produce fundamentalmente a corto plazo), los créditos que se concedan en el interior del país tendrán todo tipo de vencimientos, por lo que, lógicamente, el vencimiento medio de los activos bancarios superará el de sus pasivos. El desajuste de vencimientos se considera un deterioro porque supone un riesgo para la banca: en caso de que le sean reclamados sus pasivos, no dispondrá de liquidez suficiente para hacer frente a ellos de forma inmediata. En último lugar y por lo que respecta al desajuste de moneda, se explica por el hecho de que el endeudamiento con el exterior se produce, en gran parte, en moneda extranjera, mientras que los créditos concedidos en el interior del país se realizarán, en su mayoría, en moneda local. El desajuste de moneda también se considera un deterioro de los balances bancarios porque supone un riesgo para el sector: si le son reclamados sus pasivos, la banca deberá no sólo transformar la liquidez de sus activos (dado el desajuste de vencimientos) sino que, además, tendrá que transformar la denominación de sus carteras, convirtiéndolas de moneda local a moneda

extranjera. Como ya sugerían McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1998), a pesar de la existencia de un ancla nominal de la moneda, el riesgo de pérdida de valor de la moneda local sigue estando presente (riesgo de cambio de régimen) por lo que, en el momento del reclamo de los pasivos, el valor de los activos podría haberse reducido por una caída del valor de la moneda en la que están denominados los activos (moneda local) con respecto a la moneda en la que están denominados los pasivos (divisas).

Gráfico 2.2. Globalización financiera y deterioro de los balances bancarios



## C. ESTALLIDO DE LA CRISIS FINANCIERA

Los dos epígrafes anteriores (A y B) han analizado cómo la globalización financiera desencadena una serie de mecanismos que provocan, en último término, el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, por una parte y, por otra, el deterioro de los balances de la red bancaria de las economías emergentes recientemente adheridas a dicho proceso de globalización financiera. Queda ahora tratar de demostrar, desde el punto de vista teórico, cómo el aumento de la incertidumbre y el deterioro de los balances bancarios pueden desembocar en el estallido de una crisis financiera. Utilizando como base la hipótesis de la fragilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), por una parte, y las ideas generales contenidas en los modelos de segunda generación, por otra, este epígrafe tratará de demostrar que el deterioro de los balances y el aumento de la incertidumbre aumentan la vulnerabilidad financiera de la economía (mediante el aumento de la selección adversa y del riesgo moral) y que dicha vulnerabilidad financiera, sumada al deterioro de otros parámetros fundamentales (comerciales, productivos...) y al cambio de las expectativas de los agentes privados, da lugar a un ataque especulativo que culmina en una crisis financiera (gráfico 2.3). Se estudiará, en primer lugar, cómo aumenta el riesgo de crisis; y, en segundo lugar, qué mecanismos son necesarios para que la vulnerabilidad financiera se convierta en una crisis financiera.

### 1. APARICIÓN DEL RIESGO DE CRISIS

El riesgo de crisis surge, según Mishkin (1996 y 1998), a raíz del aumento de la selección adversa y del riesgo moral. Antes de abordar el estudio de cómo aparece el riesgo de crisis<sup>71</sup>, conviene recordar brevemente en qué

---

<sup>71</sup> El riesgo soberano a que hacen referencia Hermalin y Rose (1999) podría ser considerado un caso particular del riesgo de crisis.

consisten la selección adversa y el riesgo moral<sup>72</sup>. Ambas variables se extraen del estudio de Mishkin (1996 y 1998) de la aparición de la vulnerabilidad financiera, que amplía y desarrolla el concepto de la asimetría de la información con respecto a Hermalin y Rose (1999). Según Mishkin (1996 y 1998), la asimetría de la información da lugar a dos tipos de problemas: la selección adversa y el riesgo moral. Por lo que respecta a la selección adversa, el autor considera que los prestamistas que tienen poca información acerca de las condiciones particulares de una determinada economía proveen de fondos a aquellos prestatarios que ofrecen mayores tipos de interés. Como el tipo de interés refleja, en parte, el riesgo de un proyecto, esto significa que los prestamistas poco informados conceden créditos para proyectos de baja calidad asociados a altos riesgos de impago. Si la rentabilidad del proyecto supera el coste del préstamo, los beneficios de dicho proyecto se reparten entre el prestamista y el prestatario. Por el contrario, si el proyecto fracasa, las pérdidas las soporta exclusivamente el prestamista. Este hecho conduce al problema del riesgo moral: el prestatario tiene pocos incentivos para invertir en proyectos de alta calidad. Como no soportaría ningún tipo de pérdida en caso de que fallara el proyecto para el que se endeudó, simplemente elige proyectos con altas rentabilidades, es decir, aquellos proyectos más arriesgados.

Según Mishkin (1996 y 1998), tanto la selección adversa como el riesgo moral son características intrínsecas de los mercados financieros, al igual que la asimetría de la información. Sin embargo, bajo determinadas circunstancias, ambas variables se pueden ver exacerbadas. Estas circunstancias son los llamados factores de inestabilidad financiera (capítulo 1, epígrafe C.1.2): el aumento de los tipos de interés, el aumento de la incertidumbre, el deterioro de los balances de la red empresarial y la aparición de problemas en el sector bancario. La aparición de alguno de estos factores provoca el aumento de la selección adversa y, por tanto, del riesgo moral. En los dos epígrafes anteriores se sostiene que la globalización financiera conlleva, de forma indirecta, el

---

<sup>72</sup> Ambas variables ya han sido estudiada en el capítulo 1, epígrafe C.1.1.

aumento de la incertidumbre y el deterioro de los balances bancarios, esto es, el segundo y el cuarto factor de la hipótesis de la fragilidad financiera de Mishkin. Así, los mecanismos descritos hasta ahora dan lugar al empeoramiento tanto de la selección adversa como del riesgo moral.

En este análisis no se incluyen los otros dos factores de fragilidad financiera de Mishkin. Los motivos son los siguientes. Por lo que se refiere a la subida de los tipos de interés, no parece que exista vínculo causal alguno (ya sea directo o indirecto) entre el proceso de globalización financiera y el aumento de los tipos de interés. Éste es, más bien, un factor ajeno al mecanismo teórico que se trata de plantear en este capítulo; se trata de una variable exógena que, en caso de aparecer, reforzaría el aumento de la vulnerabilidad financiera, pero que no guarda relación con la globalización financiera. En cuanto al deterioro de los balances de la red empresarial, éste surge, según la propuesta de Mishkin (1996 y 1998), por motivos similares a los que dan lugar a la aparición de problemas en la red bancaria. No obstante, puede decirse que este factor está, de algún modo, implícito en la propuesta teórica: si el deterioro de los balances de la red bancaria está causado, en parte, por la concesión de préstamos de alto riesgo, esto significa que las empresas que reciben dichos préstamos se están dedicando, asimismo, a actividades de alto riesgo, por lo que el deterioro de los balances de la red bancaria y el de la red empresarial no bancaria, irían, en este sentido, a la par.

Cabe ahora recordar brevemente mediante qué mecanismos inciden el aumento de la incertidumbre y el deterioro de la situación financiera de la banca en el empeoramiento de la selección adversa y el riesgo moral. Por lo que respecta al aumento de la incertidumbre, éste da lugar al aumento de la selección adversa: con mayor incertidumbre, será aún más difícil para los prestamistas diferenciar los prestatarios “buenos” de los “malos”. Aumentando la incertidumbre, aumentarán también, por tanto, la asimetría de la información, la selección adversa y el riesgo moral. En cuanto al deterioro de

los balances bancarios, Mishkin (1996 y 1998) se centra en la actividad de la banca como creadora y transmisora de información para explicar cómo la aparición de problemas en este sector da lugar al aumento de la selección adversa y el riesgo moral. Una caída en la actividad bancaria y, por tanto, en la intermediación, reducirá la actividad de producción de información en el sistema por lo que la asimetría de la información se verá incrementada y empeorarán los problemas de selección adversa y riesgo moral.

Así pues, siguiendo la hipótesis de la vulnerabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), el deterioro de los balances bancarios y el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales dan lugar al aumento de la selección adversa y del riesgo moral. De acuerdo con esta misma hipótesis, la aparición de cualquiera de los cuatro factores de inestabilidad financiera –y, por tanto del aumento de los problemas de asimetría de la información– da lugar a un aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía y aumenta, por tanto, el riesgo de crisis (capítulo 1, epígrafe C.1.2.).

Esta propuesta teórica presenta ciertas limitaciones para explicar cómo se genera el riesgo de crisis (en economías emergentes) en toda su complejidad. Así pues, conviene resaltar, una vez más, que esta propuesta tan sólo trata de reflejar aquel riesgo de crisis que deriva de forma más o menos directa de un proceso de globalización financiera. No obstante, se contempla la posibilidad de que se deterioren otros parámetros fundamentales en una economía emergente en el paso previo al estallido de una crisis financiera, y que dicho deterioro redunde en un incremento aún mayor de la vulnerabilidad de la economía al estallido de una crisis financiera. Estos parámetros pueden ser de diversa naturaleza, pero la literatura económica sobre crisis financieras ha subrayado el deterioro de parámetros fundamentales de naturaleza comercial y productiva (para el caso concreto de economías emergentes y países

subdesarrollados)<sup>73</sup>. Así, en este punto conviene señalar que el aumento de la selección adversa y del riesgo moral no tiene por qué ser la única causa del aumento del riesgo de crisis, sino que, además, pueden deteriorarse otros parámetros fundamentales no vinculados al proceso de globalización en su vertiente puramente financiera.

## 2. ESTALLIDO DE LA CRISIS

En el repaso de la literatura teórica realizado en el capítulo anterior, se observa que, llegados a este punto, los autores estudiados pueden dividirse en dos categorías: por una parte están aquéllos que consideran que la aparición de un estado de vulnerabilidad financiera como el que ha sido descrito en este capítulo conduce irremediablemente al estallido de una crisis financiera. Por otra parte, existe otro grupo de autores que consideran que la mera existencia de la vulnerabilidad financiera no supone, necesariamente, que estallen el ataque especulativo y la crisis; sino que, para que estalle una crisis, tienen que desencadenarse, además, una serie de mecanismos en los mercados financieros.

En el primer grupo se encuentran teorías y modelos muy dispares. Por una parte están los modelos teóricos de crisis de tipo de cambio de primera generación, que se analizaron al repasar la teoría neoliberal sobre crisis financieras. Por otra parte, existen, además, una serie de autores considerados keynesianos o post-keynesianos que defienden –a este respecto– la misma hipótesis que los modelos de primera generación. Uno de ellos es Mishkin (1996 y 1998). Según el autor, una vez aparecido el estado de vulnerabilidad financiera, se desencadenan una serie de mecanismos (que varían según se trate de un país subdesarrollado o de una economía industrializada) que hacen que dicho estado de vulnerabilidad financiera se convierta irremediablemente en una crisis financiera. En el caso de las economías emergentes el mecanismo es bien simple: si la economía sufre un estado de vulnerabilidad financiera,

---

<sup>73</sup> Véase la literatura teórica sobre modelos de crisis financieras de segunda generación.

entonces se desestabiliza y se desata una crisis de tipo de cambio. Además, Mishkin explica cómo esa crisis de tipo de cambio refuerza los factores de inestabilidad, provocando un aumento aún mayor de la vulnerabilidad financiera y, por tanto, una crisis bancaria y la caída de la actividad económica. Pero estos últimos mecanismos no resultan de interés a los efectos de esta tesis ya que aquí se pretende comprender el paso de la vulnerabilidad financiera al primer síntoma de crisis. En este primer grupo de autores se encuentra también Minsky (1977 y 1986)<sup>74</sup>. Según el autor, el fuerte endeudamiento de las unidades económicas combinado con el aumento de los tipos de interés fuerza a dichas unidades a recurrir a la venta de activos para devolver la deuda lo cual provoca una deflación de precios y una crisis. No es necesario, pues, un *shock* externo que dé lugar a la crisis financiera.

En el segundo grupo de hipótesis, esto es, las que defienden que la mera aparición de la vulnerabilidad financiera no da lugar al estallido de las crisis financieras, se encuentran Kregel (1998a), Kindleberger (1978) y todos aquellos autores que elaboran modelos de segunda generación. Kregel y Kindleberger se basan en la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky (1977 y 1986) para adaptar dicha hipótesis de la fragilidad a una economía abierta. Sin embargo, ya se señaló que tanto la propuesta de Kregel como la de Kindleberger son interpretaciones sesgadas de la de Minsky, al menos en este punto concreto. Según estos dos autores, además del estado de fragilidad financiera provocado por un exceso de crédito, es necesario un *shock* externo para que estalle una crisis: la fragilidad no se convierte en crisis de modo ineludible. Pero, siguiendo la idea de que hace falta algo más que un estado de fragilidad financiera para que se desate una crisis financiera, son los modelos

---

<sup>74</sup> Insistase en que la clasificación realizada en este apartado tiene como único criterio de clasificación el enfoque de los autores sobre el paso de la fragilidad financiera a la crisis. Éste es el único punto de coincidencia entre los modelos de primera generación y la hipótesis de la fragilidad financiera de Minsky.

de crisis de tipo de cambio de segunda generación<sup>75</sup> los que estudian de modo más riguroso cómo se produce el paso de dicho estado de riesgo de crisis al estallido a la crisis. De modo resumido, puede decirse que la hipótesis central común a todos los modelos de segunda generación consiste en que las crisis no son inevitables a pesar de la existencia de un estado de vulnerabilidad financiera. Para que una economía sufra un ataque especulativo que conduzca a una crisis es imprescindible que, además de la fragilidad financiera, se produzca un cambio en las expectativas de los agentes privados. Es decir, que los inversores internacionales tienen que cambiar sus expectativas de riesgo y rentabilidad acerca de las inversiones en activos del país en cuestión o de activos denominados en su moneda y considerar que dichas inversiones han dejado de ser rentables o son demasiado arriesgadas<sup>76</sup>.

Puede sostenerse que, dada la existencia de un proceso de globalización financiera y dadas las consecuencias que dicho proceso tiene sobre el funcionamiento de los mercados financieros internacionales y sobre el comportamiento de los inversores que operan en dichos mercados (epígrafe B), el segundo grupo de interpretaciones es más útil para comprender los mecanismos que entran en juego en el paso de un estado de vulnerabilidad financiera al estallido de una crisis financiera. Así, se utilizarán las ideas contenidas en el segundo grupo de interpretaciones para explicar cómo se produce, desde el punto de vista de este trabajo de investigación, el último paso hacia el estallido de una crisis financiera. Se recurrirá, en concreto, a la hipótesis central de los modelos de segunda generación. No obstante, dicha hipótesis puede ser matizada.

---

<sup>75</sup> Hemos comentado en otras ocasiones (Bustelo *et al.*, 2000) que es precisamente la tesis de que las crisis no son consecuencias ineludibles de la vulnerabilidad financiera la que marca la línea de división entre los modelos teóricos de primera y de segunda generación.

<sup>76</sup> Así, la fragilidad financiera y el cambio en las expectativas de los agentes privados son ambas condiciones necesarias pero no suficientes para que se dé un ataque especulativo que conduzca a una crisis financiera.

En efecto, a la luz del análisis de las repercusiones de la globalización financiera en el *modus operandi* de los mercados internacionales de capital, la variable que podría ser denominada “cambio en las expectativas de los agentes privados” puede ser dividida en otras dos variables. Éstas serían, por una parte, el cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados y, por otra, el comportamiento, ya estudiado, de los inversores internacionales. Con esta subdivisión de la variable, no se altera en absoluto la hipótesis de los modelos de segunda generación, pero la inclusión del comportamiento de los inversores internacionales como variable explicativa puede ayudar a precisar cómo se produce dicho cambio de expectativas. Esto se verá, a continuación, con más detenimiento.

El cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados sería el cambio de opinión, no inducido por el cambio de expectativas previo de otros agentes, de uno o varios inversores, sobre la rentabilidad de mantener una determinada inversión. Por su parte, el comportamiento de los fondos de inversión colectiva se caracteriza por el poder de mercado de dichos fondos y por el sesgo gregario en su toma de decisiones. Esto tiene dos implicaciones. Por una parte, el cambio de expectativas de un agente implica el cambio de destino de inversión de un alto volumen de ahorro (lo cual presiona en gran medida el precio de los activos). Esto se explica por su poder de mercado. Y, por otra parte, este mismo cambio de destino va a ser imitado por un gran número de agentes, de los cuales algunos tendrán también cierto poder de mercado. Esto último se explica por el *herding*. Así, la división de la variable del cambio de expectativas en otras dos variables arroja luz sobre por qué el cambio de expectativas de uno o varios agentes permite que se desencadene un ataque especulativo que culmine en una crisis. Queda, pues, como variable exógena de esta propuesta teórica el cambio de expectativas *per se*. En otras palabras, aunque este marco teórico permita comprender cómo el cambio de expectativas tiene fuerza suficiente como para desencadenar una crisis (coadyuvado por un estado de vulnerabilidad financiera), no indica qué

variable provoca el cambio de opinión cuando éste no es el fruto de un comportamiento de *herding*. En realidad, en esta propuesta teórica se considera que el cambio de expectativas *per se* no se explica por otras variables de la propuesta teórica simplemente porque no puede explicarse. Este cambio puede estar provocado por cualquier tipo de acontecimiento, como se verá en el estudio de las causas de las crisis de México en 1994 y de Corea del Sur en 1997, estudio que se realizará en los capítulos 4 y 5.

Gráfico 2.3. Deterioro de los balances bancarios, aumento de la incertidumbre y crisis financiera

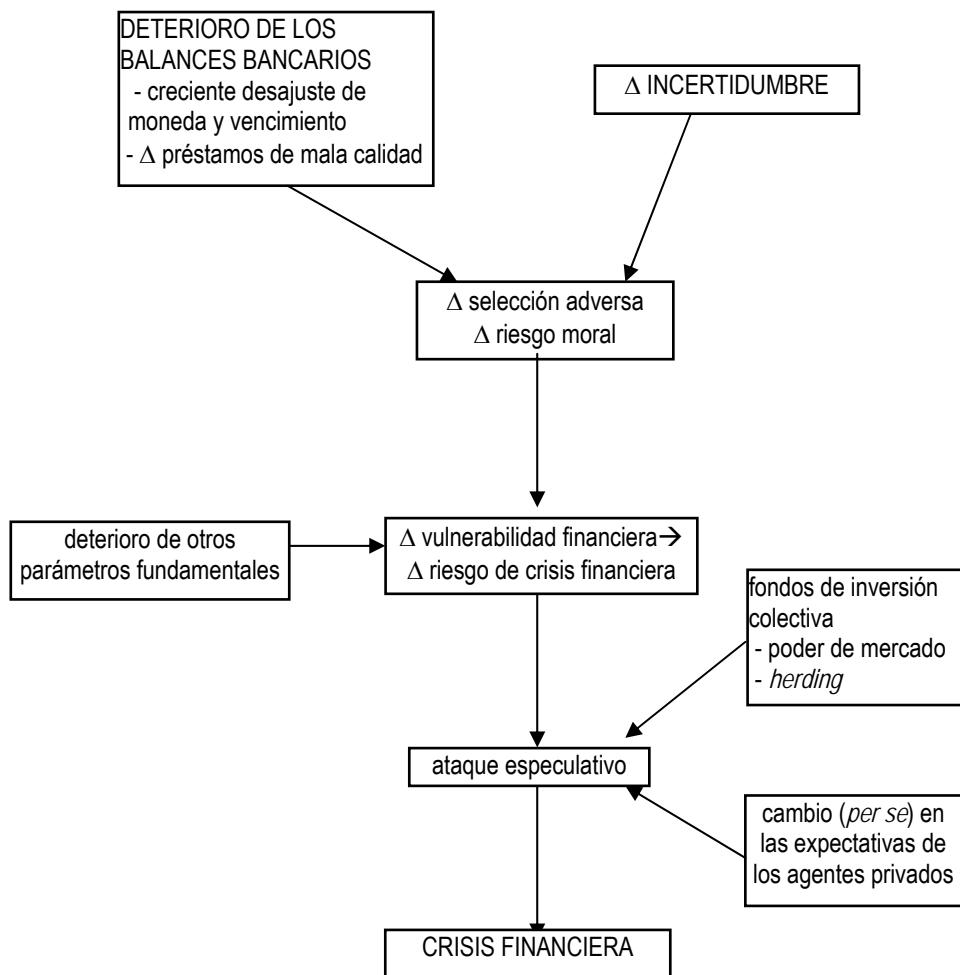
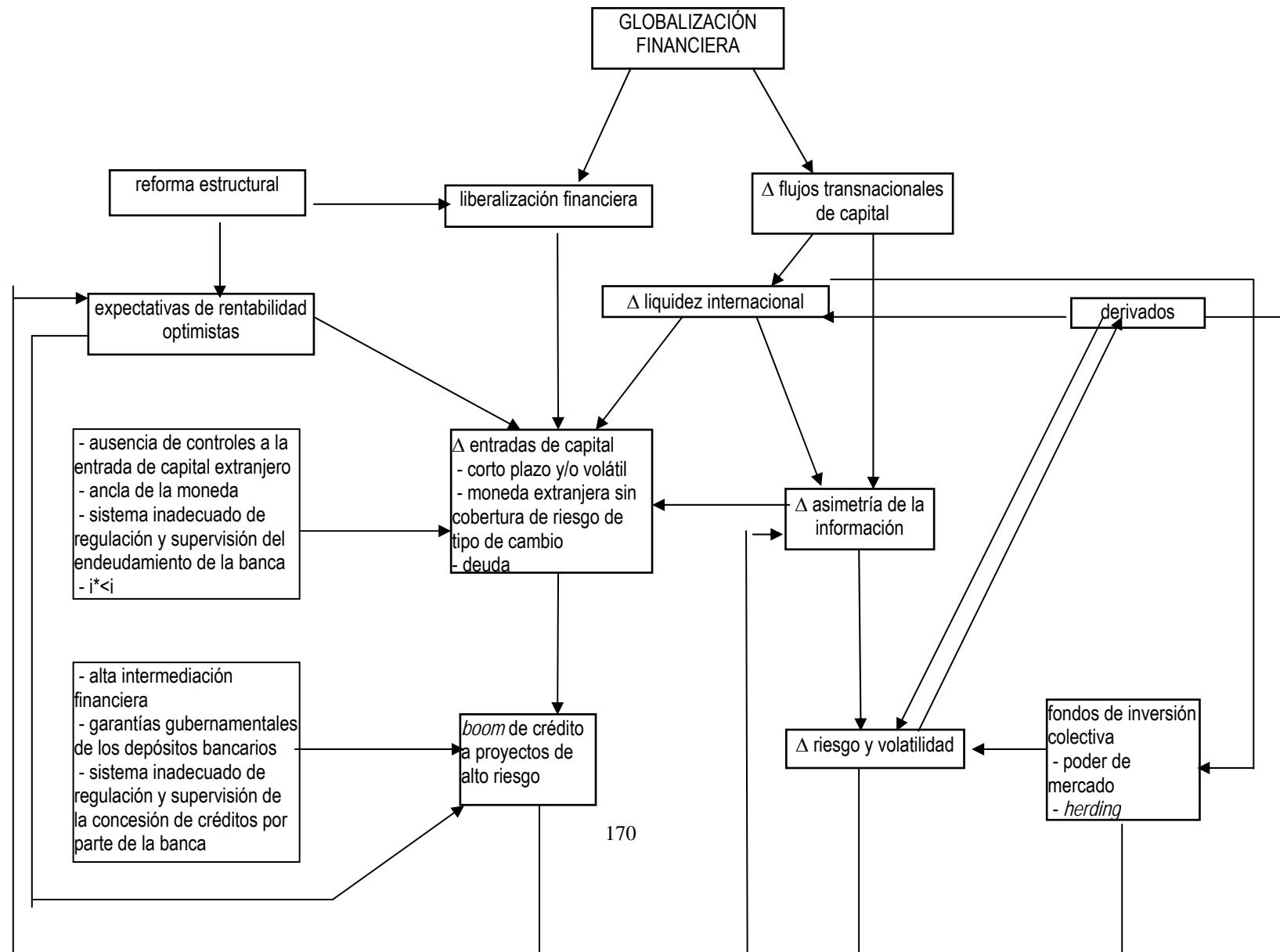
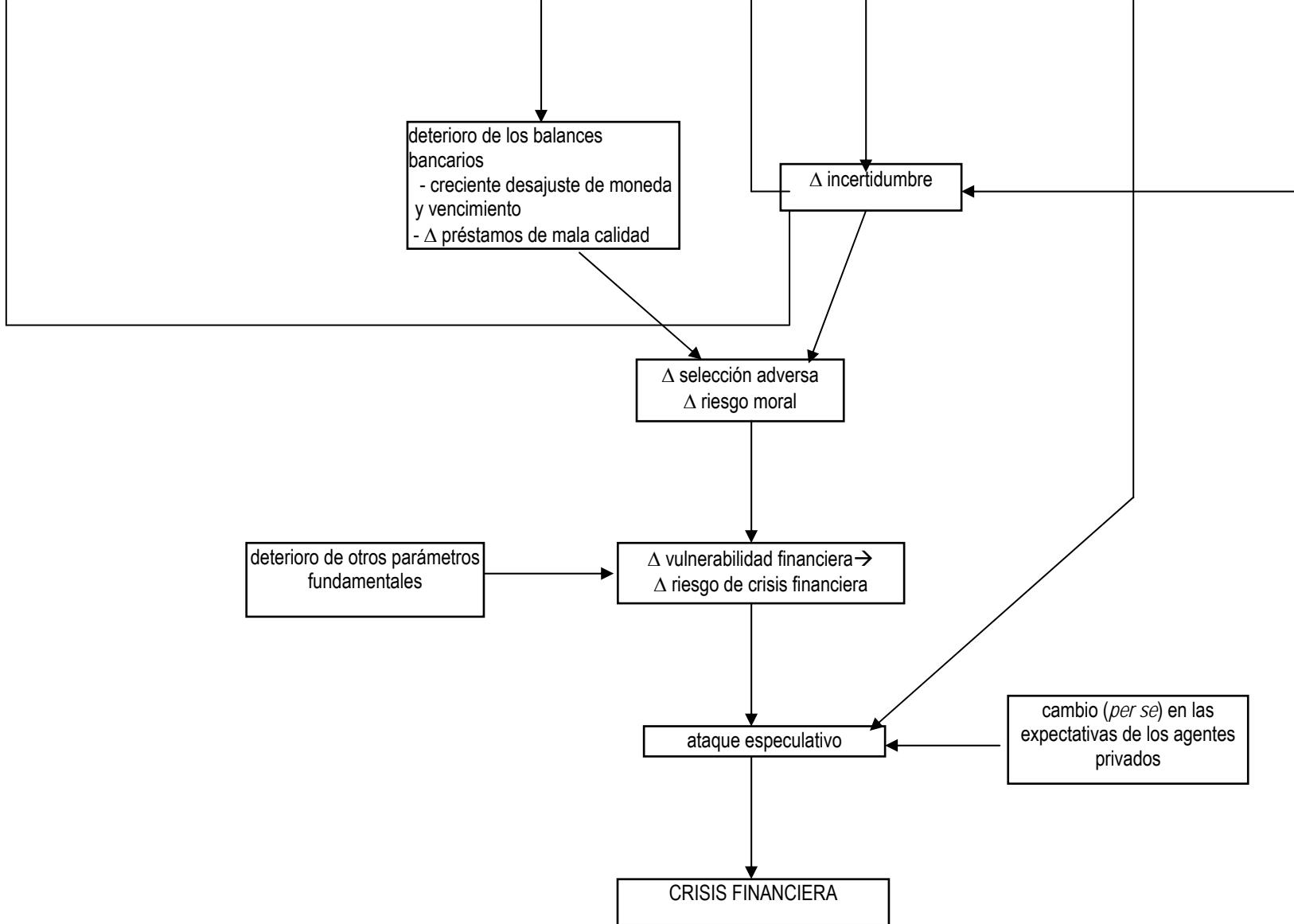


Gráfico 2.4. Globalización financiera y crisis financiera





## CONCLUSIÓN

En este segundo capítulo se ha tratado de proponer una alternativa teórica a las hipótesis repasadas en el primer capítulo; alternativa teórica cuya finalidad es resaltar todos los vínculos causales que, en principio, podrían darse entre las variables “globalización financiera” y “crisis financiera”. En otras palabras, se ha intentado desentrañar cuál podría ser el papel de la globalización financiera en el estallido de crisis financieras en países subdesarrollados o economías emergentes. Según la propuesta teórica que se expone en este capítulo, existen, fundamentalmente, dos vías mediante las cuales la globalización financiera podría dar lugar, indirectamente, al estallido de una crisis financiera en economías como la mexicana o como la surcoreana (en los noventa).

La primera de estas vías es la vía externa o internacional. De acuerdo con esta propuesta teórica, la globalización financiera, medida por el aumento de los flujos de capital a escala internacional (y, en particular, de la liquidez) da lugar al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, mediante una serie de mecanismos<sup>77</sup>. El aumento de la incertidumbre supone el aumento del riesgo de crisis en aquellos países que forman parte activa en dichos mercados financieros globales. Por otra parte, la globalización financiera genera una serie de mecanismos internos (en las economías emergentes que forman parte del proceso) que pueden conducir al estallido de una crisis financiera. Y es que la globalización financiera puede provocar el inicio de un proceso de liberalización financiera que, sumado a una serie de variables<sup>78</sup>, dé lugar a la entrada masiva de capital extranjero (en forma

---

<sup>77</sup> Resumiendo, los pasos son los siguientes. El aumento de los flujos de capital y de la liquidez a escala internacional da lugar al aumento de la asimetría de la información. Dicho empeoramiento de la asimetría de la información, sumado al uso de productos financieros derivados y al desarrollo de ciertos mecanismos de actuación por parte de los inversores internacionales, provoca un aumento de la volatilidad y del riesgo en los mercados financieros internacionales. Esto último conlleva el aumento de la incertidumbre en los mismos mercados.

<sup>78</sup> Dichas variables son el aumento de la liquidez internacional y de la asimetría de la información, unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas, la ausencia de controles a

de deuda, a corto plazo o volátil, en moneda extranjera y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio). Si dicho *boom* de capital extranjero se transforma en un *boom* de crédito interno<sup>79</sup> (concedido a proyectos de alto riesgo), el resultado será el deterioro de los balances de la red financiera local del país recientemente liberalizado. Al igual que el aumento de la incertidumbre, el deterioro de los balances de la red financiera de un país da lugar al aumento del riesgo de crisis financiera en dicho país.

Pero, además de estas dos vías puramente interna y externa, puede decirse que los procesos internos mediante los cuales la globalización financiera puede dar lugar al estallido de una crisis financiera se pueden ver reforzados por algunos de los procesos externos. Así, por ejemplo, el aumento de la liquidez internacional determina, en parte, el volumen y la composición de las entradas de capital extranjero en la economía recientemente liberalizada. Asimismo, uno de los factores que subyace a dicha composición del capital extranjero es el aumento de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales. En definitiva, algunos de los mecanismos mediante los cuales la globalización financiera termina provocando un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales también participan en el deterioro de los balances bancarios de las economías emergentes inmersas en dicho proceso de globalización.

Según esta propuesta teórica, la globalización financiera no solamente da lugar al aumento del riesgo de crisis en la economía emergente recientemente liberalizada e inmersa en el proceso de globalización financiera. Una vez desatado dicho riesgo de crisis, es una vez más la globalización financiera la

---

la entrada de capitales, el ancla de la moneda a una divisa más fuerte, la debilidad del sistema de supervisión y regulación bancaria y el diferencial de tipos de interés.

<sup>79</sup> Para que se produzca dicha transformación, tiene que haber un alto grado de intermediación financiera, la existencia de garantías a los depósitos bancarios (o creencia de que existen dichas garantías) y la ausencia de un sistema que controle adecuadamente la actividad de la red bancaria.

que aumenta las posibilidades de que este riesgo de crisis se convierta en una crisis financiera. En efecto, es el cambio de expectativas de los inversores internacionales el que, sumado al aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía emergente, da lugar a un ataque especulativo que provoca la crisis financiera. Pero si este cambio de expectativas tiene la fuerza suficiente para generar la crisis es porque el proceso de globalización financiera ha dotado de mayor poder, en los mercados financieros internacionales, a los agentes financieros que cambian sus expectativas. Utilizando la terminología empleada en esta propuesta teórica, puede decirse que el poder de mercado de los fondos de inversión colectiva así como su comportamiento gregario permiten que el cambio de expectativas “puro” (*o per se*) desemboque en un ataque especulativo y en una crisis financiera.

Podría argumentarse que esta propuesta teórica presenta una capacidad explicativa limitada en diversos flancos. La propuesta teórica que se presenta en este capítulo no repasa todos los fenómenos a que puede dar lugar un proceso de globalización financiera (ya sean éstos positivos o negativos). Tampoco se explican, en toda su complejidad, todos los factores que pueden promover el estallido de una crisis financiera. Al respecto, se puede argüir que la finalidad de esta propuesta teórica, en concreto, o de esta tesis en general, no es repasar todas las consecuencias posibles que puede generar un proceso de globalización financiera. Tampoco se trata de hallar todas las posibles causas que pueden promover una crisis financiera en un país subdesarrollado o en una economía emergente. Lo que se pretende es hallar los vínculos teóricos causales que llevan de la globalización financiera a la crisis financiera, omitiendo, en esta explicación, todas aquellas variables y relaciones que no intervengan en el camino entre las dos variables. En definitiva, si bien esta propuesta teórica no es útil para comprender las consecuencias de un proceso de globalización financiera en toda su complejidad, ni para hallar todas las causas posibles que, en un plano estrictamente teórico, pueden dar lugar al estallido de una crisis financiera en una economía emergente; sí se considera

que este marco puede, con ciertas limitaciones, contribuir a comprender el papel que puede desempeñar un proceso de globalización financiera en el desencadenamiento de crisis financieras como las que sufrieron México en 1994 o Corea del Sur en 1997.

Por otra parte, este esquema teórico tampoco explica la totalidad de los mecanismos que llevan de un proceso de globalización al estallido de una crisis. En este punto, conviene, sobre todo, señalar que, al explicar las características de la inversión extranjera en una economía emergente recientemente liberalizada, no quedan patentes la importancia, las causas o las consecuencias de la entrada de inversión en cartera en forma de acciones. En efecto, en el segundo capítulo, se argumenta que la entrada masiva de capital extranjero que sigue a un proceso de liberalización financiera se da, sobre todo, en forma de deuda que además es a corto plazo (contratos privados de deuda entre dos agentes) y/o volátil (títulos de deuda que cotizan en mercados oficiales, tengan vencimientos a corto o largo plazo). No obstante, se ha señalado que el proceso de globalización financiera genera un aumento de la liquidez a escala internacional, esto es, un aumento del volumen de flujos volátiles a nivel mundial. Por tanto, es razonable pensar que dicho aumento de los flujos volátiles se traduzca no solamente en un aumento de los contratos privados de deuda a corto plazo y en un aumento de los títulos de deuda cotizables, sino también en un aumento de los flujos de inversión en acciones cotizables a escala internacional. Así pues, sería también razonable pensar que la liberalización financiera de un país da lugar a una importante entrada de inversión extranjera en acciones cotizables (a menos que exista una regulación gubernamental que controle dicho tipo de entradas), al margen de que el grueso de dichos capitales se inviertan en forma de deuda.

Esta laguna se puede justificar con dos argumentos, el primero de ellos teórico y el segundo empírico. Por una parte, como puede verse en el primer capítulo, no parece que exista, al menos de momento, ninguna teoría que

mencione el peso relativo ni las consecuencias que puede tener la inversión extranjera en acciones cotizables –a raíz de la apertura de la cuenta de capitales o de la globalización financiera–. No existe, por tanto, una base teórica previa sobre este punto concreto, que permita incluir la explicación de este fenómeno en la propuesta teórica realizada en el segundo capítulo. Como puede observarse en el primer capítulo, casi la totalidad de las teorías de fragilidad financiera –que son las que sirven de base para explicar las consecuencias internas de la globalización financiera– se refieren a los procesos de sobreendeudamiento como principal consecuencia de la apertura de la cuenta de capitales. El segundo argumento es empírico. Como se verá en la segunda sección de esta tesis, en los casos concretos de México y de Corea del Sur en los noventa, predominaban los títulos de deuda (cotizables o no) en la entrada masiva de capital extranjero en los años previos al estallido de sus respectivas crisis; mientras que la inversión en bolsa tenía un peso relativamente marginal. Parece, además, que este patrón se repite para muchas otras crisis financieras en países subdesarrollados, sobre todo, en la década de los noventa (véanse los casos de Turquía y Argentina a finales de este decenio). Por tanto, parece que el hecho de que la inversión en bolsa se omita como variable en esta propuesta teórica no limita la capacidad explicativa de la misma para la crisis de México de 1994 o para la de Corea del Sur de 1997. Convendría, no obstante, perseverar en la búsqueda de un marco teórico que permitiera explicar todos los pasos posibles de un proceso de globalización financiera al estallido de una crisis financiera, dando mayor peso a la inversión en acciones cotizables en dicho marco. De este modo, el esquema teórico podría, quizás, servir de base para comprender el estallido de crisis financieras relacionadas con un proceso de globalización financiera, también en otros tipos de economías.

## **SECCIÓN II**

### **EL PROCESO ACTUAL DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y SU INFLUENCIA EN LAS CRISIS DE MÉXICO (1994) Y COREA DEL SUR (1997)**

La finalidad de esta segunda sección es contrastar empíricamente la propuesta teórica, planteada en la sección anterior, según la cual la globalización financiera está en el origen de las crisis financieras contemporáneas sufridas por economías emergentes. En el esquema teórico, existen dos vías mediante las cuales la globalización financiera provoca el aumento del riesgo de crisis en este tipo de economías: la vía internacional y la vía nacional. Además, la globalización financiera también contribuye a generar los ataques especulativos que conducen del riesgo de crisis al estallido de la misma.

Esta sección se divide en tres capítulos. El primero de ellos (capítulo 3) pretende contrastar empíricamente la influencia de la globalización financiera en la incertidumbre de los mercados financieros internacionales. Para ello se estudia el comportamiento de variables tales como la asimetría de la información, el riesgo y la volatilidad o los mercados de productos financieros derivados desde el inicio de la actual fase de globalización financiera, iniciada en los años setenta, y tomando como muestra el conjunto de países que contribuyen a dicho proceso de globalización. En otras palabras, esta vía, que es la vía internacional, se desencadena, en teoría, para todos los países que participan en la internacionalización financiera de la economía. Éste es el motivo por el cual el análisis empírico de la vía externa se ha aislado del análisis de la vía interna y del de los mecanismos que unen el riesgo de crisis y los ataques especulativos.

En los dos capítulos siguientes se evalúan la vía interna y los vínculos entre el aumento del riesgo y el estallido de la crisis para dos casos concretos: la crisis sufrida por México en 1994 (capítulo 4) y la sufrida por Corea del Sur en 1997 (capítulo 5). La vía interna o nacional es la vía mediante la cual la globalización financiera genera una serie de mecanismos que terminan provocando el deterioro de los balances de la red bancaria local, o, dicho de otra manera, el deterioro de los parámetros financieros de la economía

emergente que posteriormente entra en crisis. Así, los capítulos 4 y 5 de esta tesis solamente pretenden averiguar si en México en los años previos a la crisis de 1994 y en Corea del Sur en el periodo previo a la crisis de 1997, se dieron los mecanismos, sobre todo de naturaleza financiera, descritos en la sección anterior. No se pretende, por tanto, describir todas y cada una de las variables que se encuentran en el origen de cada una de estas crisis.

## **CAPÍTULO 3**

### **GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

Este capítulo trata de contrastar empíricamente lo que en el segundo capítulo se ha denominado la vía internacional o externa mediante la cual la globalización financiera provoca un aumento del riesgo de que se desencadene una crisis financiera. En otras palabras, trata de contrastar el impacto de la globalización financiera en la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. El esquema teórico planteado en la primera sección de esta tesis trata de explicar los vínculos que unen la globalización financiera y el estallido de una crisis financiera únicamente para el caso concreto de las economías emergentes. No obstante, la vía internacional es, en principio, aplicable a cualquier tipo de economía, sea desarrollada, subdesarrollada o emergente. En otras palabras, los mecanismos mediante los cuales la globalización financiera incide en un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales son, en principio, aplicables a cualquier economía –independientemente de su nivel de desarrollo pero siempre que participe en el proceso de internacionalización financiera de la economía– y en cualquier momento del tiempo –siempre que el periodo de referencia esté incluido en el actual proceso de globalización financiera aunque independientemente de que la apertura financiera sea reciente o no–.

Por tanto, dado que el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, fruto de un proceso de globalización financiera, se da en todo momento y en todos los mercados y países que participan en dicho proceso, la contrastación empírica de esta vía internacional debe hacerse evaluando las variables y relaciones causales que configuran dicha vía para el conjunto de países que participan en el proceso de globalización –y no únicamente para las economías emergentes que posteriormente entran en crisis como México o Corea del Sur– y para el periodo de tiempo que incluye el

proceso de globalización financiera, desde su inicio –independientemente del momento en el que se inicie la liberalización financiera de uno u otro país que participa en la globalización financiera–.

Pero la contrastación empírica de esta vía externa ha planteado una serie de dificultades. La primera de ellas es que muchas de las variables que configuran esta vía son difíciles de cuantificar. Éste es el caso de, por ejemplo, la incertidumbre. No se ha elaborado, hasta la fecha, ningún índice que permita medirla, el diseño de éste entrañaría multitud de complicaciones. De hecho, en este capítulo ni siquiera se contrasta empíricamente la evolución de la incertidumbre durante el actual proceso de globalización financiera. En segundo lugar, otras variables presentan el problema contrario: existen demasiados indicadores que pueden medir su magnitud. Por ejemplo, la volatilidad de un instrumento financiero suele medirse con la desviación respecto de su rentabilidad media. Dicha rentabilidad media puede ser mensual, semanal o diaria y la desviación se puede calcular de varias maneras: desviación típica respecto de la media, método Schwert... Y es que también se plantea el problema, en tercer lugar, de que para el cálculo de índices como la volatilidad y también para la contrastación de vínculos causales, los especialistas suelen recurrir al uso de modelos econométricos. Como es bien sabido, el uso de esta técnica presenta el problema de que no es una técnica exacta, existen multitud de modelos econométricos que arrojan, a menudo, resultados diferentes para una misma contrastación empírica realizada con muestras de datos similares. En cuarto y último lugar, otra traba para la elaboración de este estudio ha sido la carencia de datos estadísticos o su escasa homogeneidad. Esta carencia afecta, por ejemplo, a la información sobre derivados o sobre el comportamiento de los fondos de inversión colectiva.

Todos estos problemas han hecho que algunas de las variables y muchos de los vínculos causales entre variables no hayan podido ser contrastados empíricamente. En primer lugar, dado que no se ha podido encontrar ningún

estudio que trate de elaborar un índice que mida la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, no se ha podido evaluar el comportamiento de dicha incertidumbre, ni sus vínculos con el uso de productos derivados, con el riesgo y la volatilidad y con la asimetría de la información. En segundo lugar, aunque algunas variables sí han sido contrastadas, no se ha podido llegar a una conclusión sobre su comportamiento. Así, no se puede concluir que la asimetría de la información o que el riesgo y la volatilidad hayan aumentado durante el periodo de globalización financiera, o que los fondos de inversión se hayan beneficiado de un aumento sustancial de su poder de mercado y abusen del comportamiento gregario. En tercer lugar, la carencia de estudios empíricos y/o de datos estadísticos ha hecho que tampoco se puedan contrastar empíricamente varios de los vínculos que unen las variables estudiadas. Concretamente, no se han podido evaluar las siguientes variables: la relación entre los flujos transnacionales de capital y la liquidez internacional con la asimetría de la información, el vínculo entre la liquidez internacional y el comportamiento de los fondos de inversión colectiva, el impacto de la asimetría de la información en el riesgo y la volatilidad y el efecto de dicho riesgo y dicha volatilidad en el uso de derivados financieros. En cuarto y último lugar, aunque algunos vínculos causales han podido ser contrastados, no se ha podido llegar a una conclusión de peso sobre la existencia del vínculo. Éste es el caso del impacto en el riesgo y la volatilidad de los derivados financieros, por una parte, y del comportamiento de los fondos de inversión colectiva, por otra (gráfico 3.1).

En resumidas cuentas, las únicas variables cuya existencia se ha podido confirmar empíricamente son la globalización financiera, el aumento de los flujos transnacionales de capital y de la liquidez internacional y el uso de productos financieros derivados. Los únicos vínculos demostrados son la relación entre el aumento de los flujos y el aumento de la liquidez a escala mundial, por una parte, y el impacto del uso de derivados en la liquidez internacional, por otra (gráfico 3.1). A continuación se estudia el actual proceso

de globalización financiera entendido como el aumento de los flujos de capital a escala internacional y, en particular, de la liquidez internacional (epígrafe A). El segundo epígrafe (epígrafe B) se dedica íntegramente al estudio de la evolución de la volatilidad y el riesgo en los mercados financieros internacionales. Es decir que en él se estudia la evolución de la volatilidad (epígrafe B.1) y la de las variables que en principio determinan dicha volatilidad, es decir, la asimetría de la información (epígrafe B.2), el uso de derivados financieros (epígrafe B.3) y el comportamiento de los fondos de inversión colectiva (epígrafe B.4) así como los vínculos que unen estas variables.

## **A. LOS FLUJOS INTERNACIONALES DE CAPITAL EN EL PROCESO ACTUAL DE GLOBALIZACIÓN FINANCIERA**

El proceso actual de globalización económica no es, como ya hemos señalado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.*, 2000), un proceso nuevo: ya a finales del siglo XIX y hasta el estallido de la primera guerra mundial, se dio un proceso similar, en varios aspectos, de internacionalización de la economía<sup>80</sup>. Además, algunos autores cuestionan la magnitud del actual proceso de globalización económica (Glyn y Sutcliffe, 1999). Lo cierto es que si se divide la globalización económica contemporánea en tres facetas (comercial, productiva y financiera), se puede observar que dos de estas facetas (la comercial y la productiva) no parecen tener, a fecha de hoy, un gran alcance.

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

Por lo que respecta a la globalización productiva, los flujos anuales y el *stock* de inversión directa extranjera parecen indicar una fuerte internacionalización productiva en los últimos años. Dichos flujos pasaron de

---

<sup>80</sup> Para un análisis de las principales diferencias entre las dos eras de globalización económica, véase Bustelo *et al.* (2000), cap. 7.

245.000 millones de dólares en 1990 a 1,217 billones en 2000, representando el 5,2% de la formación bruta de capital mundial en 1990 y el 19,6% de la misma en 2000. El *stock* acumulado de inversión directa en el extranjero pasó de 1,716 billones de dólares en 1990 (7,9% del PIB mundial) a 5,976 billones de dólares en 1999 (19,7% del PIB mundial) (UNCTAD, 2001b). No obstante, a pesar del fuerte incremento de los flujos y los *stocks* acumulados de inversión extranjera directa, gran parte de la inversión mundial sigue realizándose con capital local. Según Glyn y Sutcliffe (1999), a mediados de los noventa no más del 5% de la inversión mundial se financiaba con capital extranjero.

Sin embargo, existe cierto consenso con respecto al fuerte crecimiento que la faceta financiera de la globalización económica actual ha experimentado en las últimas tres décadas (Bustelo *et al.*, 2000; Martínez González-Tablas, 2000; Palazuelos, 1998; Glyn y Sutcliffe, 1999). Algunos autores han insistido en la dificultad de elaborar un índice que permita medir el grado de globalización financiera de la economía mundial (Glyn y Sutcliffe, 1999; Martínez González-Tablas, 2000). Pero no es el objeto de este estudio medir el grado de globalización financiera, lo que aquí se pretende es subrayar una de las características del actual proceso de globalización financiera, quizás la más importante, esto es, el aumento de los flujos de capital a escala internacional y, en particular, el aumento de la liquidez internacional. Según Martínez González-Tablas (2000) los principales elementos que se globalizan, en el terreno financiero, serían los tres siguientes: las divisas, los capitales y los derivados (mientras que otros instrumentos financieros, como las acciones, conservan un componente fundamentalmente local).

El intercambio diario medio en los mercados de divisas (incluyendo tanto mercados *spot* como *forward* y *swap*) ha pasado de 15.000 millones de dólares en 1973 (Eatwell, 1996) a 1,19 billones en 1995, 1,5 billones en 1998 y 1,1 billón en 2000 (BPI, 2001a). Además, el 82% de los contratos de divisas tiene un vencimiento inferior a siete días y el 43% tiene un vencimiento inferior a

dos días. Por lo que respecta a los derivados, el volumen y las principales características de estos mercados serán analizados más adelante (epígrafe B.3 de este capítulo y epígrafe E del capítulo 6).

En los últimos tres decenios, aunque especialmente desde los años ochenta, se ha producido un crecimiento importante de todo tipo de flujos transfronterizos de capital. Por ejemplo, el *stock* total de activos financieros transados en mercados internacionales pasó de 5 billones de dólares en 1980 a 35 billones de dólares en 1992 (Eatwell, 1996). La media anual de las transacciones internacionales de activos financieros (acciones y obligaciones) ascendía a menos del 7% del PIB de Japón, Estados Unidos o Alemania en el periodo 1975-1979. Dicha media ha aumentado rápidamente hasta situarse, en el periodo 1995-1999, en el 180% del PIB de Estados Unidos, 83% del de Japón y 260% del de Alemania (Chavagneux, 2001).

Según el esquema teórico propuesto en el capítulo anterior, la globalización financiera, medida por el aumento de los flujos transnacionales de capital y, en particular, por el aumento de la liquidez a escala mundial, desencadena una serie de mecanismos que, en último término, pueden dar lugar al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. La contrastación empírica de esta vía externa comienza pues con el análisis del proceso actual de globalización financiera, entendido como el aumento de los flujos internacionales de capital. Asimismo, en este primer epígrafe se estudiará la importancia relativa de la liquidez internacional en dicho proceso de globalización financiera. A continuación se resaltarán los rasgos principales de estos movimientos de capital, dividiendo el proceso de internacionalización financiera en tres etapas: los decenios de los setenta, los ochenta y los noventa.

## 1. PRIMERA FASE: LOS SETENTA

En los setenta, se produjo un fuerte aumento de los flujos internacionales de capital; primero entre los años 1972 y 1973 –los mercados de capital pasaron de 19.900 millones de dólares en 1972 a 30.900 millones el año siguiente– y posteriormente, entre 1975 y 1978 –de 42.600 millones de dólares en 1975 a 111.400 millones en 1978 (cuadro 3.1). Dichos mercados estaban compuestos fundamentalmente de deuda, las acciones no tenían la importancia que registrarían en décadas posteriores. La deuda internacional se concedía mediante dos tipos de instrumentos, fundamentalmente: los préstamos bancarios y las obligaciones. Si bien al principio de la década predominaban las obligaciones como instrumento de financiación internacional (11.200 millones de dólares en obligaciones frente a 8.700 de préstamos en 1972), la importancia relativa de cada tipo de instrumento se fue trastocando a lo largo del decenio. Los préstamos bancarios cobraron mayor importancia en los años 1973 y 1974 y, posteriormente, a partir del año 1977, hasta formar dos terceras partes de los mercados internacionales de capital en 1980 (81.000 millones de dólares en préstamos frente a 39.800 millones de dólares en obligaciones en 1980).

Por lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos transnacionales de capital, se observa una fuerte concentración en los países ricos –concentración que, como se verá a lo largo de este epígrafe, se mantiene hasta nuestros días–. En 1972, los países miembros de la OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) recibían más del 60% de la financiación internacional total. Esta concentración fue en aumento: en 1975, la OCDE acaparaba el 75% de los flujos transnacionales de capital. No obstante, en la segunda mitad de la década, parte de los flujos se desviaron hacia otras zonas del planeta. Así, en 1979, la OCDE recibía 51% de los capitales mientras el peso relativo de los países pobres en los mercados internacionales iba en aumento. En 1979, los países no desarrollados recibieron 32% de los flujos de

capital internacional, aumentando su peso relativo desde 16% al principio de la década (cuadro 3.1).

Cuadro 3.1. Flujos internacionales de capital: 1972-1980 (miles de millones de dólares y %) (a)

	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
Total	19,9	30,9	40,8	42,6	63,0	70,3	111,4	119,9	120,8
préstamos bancarios	8,7	20,8	28,5	20,6	28,4	34,2	73,8	79,3	81,0
obligaciones	11,2	10,1	12,3	22,0	34,6	36,1	37,4	40,6	39,8
OCDE	12,4	19,0	26,0	23,2	37,5	40,4	62,1	60,9	74,2
(b)	(62)	(61)	(64)	(75)	(60)	(58)	(56)	(51)	(61)
Canadá	1,5	1,3	2,2	4,8	10,2	5,9	14,3	4,9	9,4
Gran Bretaña	2,2	4,7	5,9	1,3	3,4	4,2	6,7	3,2	3,5
Estados Unidos	3,1	2,4	1,5	1,0	1,0	2,4	4,7	7,4	12,7
OPEP	1,3	3,0	0,9	3,3	3,8	6,9	12,1	9,2	7,1
	(7)	(10)	(2)	(8)	(6)	(10)	(11)	(8)	(6)
Países no desarrollados	3,1	5,6	8,2	8,7	12,9	15,0	27,1	39,0	30,0
	(16)	(18)	(20)	(20)	(20)	(21)	(24)	(32)	(25)
México	0,6	1,4	1,5	2,4	2,6	4,2	6,9	10,8	6,2
Brasil	0,8	0,9	1,6	2,1	3,5	3,2	6,2	7,1	5,6
Corea del Sur	0,1	-	0,3	0,3	1,1	0,9	1,7	2,7	2,1
Europa del Este	0,3	0,6	1,0	2,6	2,3	2,9	3,8	4,9	2,7
	(1)	(2)	(2)	(6)	(4)	(4)	(3)	(4)	(2)

(a) La distribución geográfica se refiere a los prestatarios de los créditos y las obligaciones

(b) Las cifras entre paréntesis indican el porcentaje respecto del total de flujos

Fuente: Palazuelos (1998), cuadro 1.3, elaborado a partir de datos de la OCDE (Financial Market Trends)

## 2. SEGUNDA FASE: LOS OCHENTA

En los ochenta, los flujos internacionales de capital siguieron aumentando. No obstante, los mercados financieros de principios de la década estuvieron marcados por la crisis de la deuda de 1982. Los flujos de capital, que se habían situado en más de 200.000 millones de dólares en 1981, descendieron hasta algo más de 153.000 millones en 1983. En 1984, la actividad de los mercados empezó a recuperarse y los flujos de capital internacional ascendieron hasta 466.500 millones de dólares en 1989 (cuadro 3.2). En los ochenta se produjeron una serie de cambios con respecto a los setenta, tanto en lo que se refiere a los instrumentos financieros predominantes

en los mercados mundiales de capital como en lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos internacionales.

En cuanto a los instrumentos financieros, surgieron nuevos instrumentos en la escena internacional. El mercado dejó de estar dominado por los préstamos y las obligaciones internacionales y empezaron a realizarse operaciones con acciones, otros títulos con garantía y otras emisiones sin garantía. Así, los préstamos fueron perdiendo su situación predominante frente a los demás tipos de instrumentos. En 1980, más del 70% de los flujos de capital transnacional se realizaba en forma de préstamos y en 1989, dicha participación había descendido hasta el 25,9%. Las obligaciones, por su parte, cobraron cada vez mayor importancia a lo largo de la década, copando cerca del 33% de los mercados en 1980 y casi el 55% de dichos mercados en 1989. Si bien las acciones aparecieron como una nueva forma de transacción financiera internacional en 1984, su importancia en el mercado fue modesta durante el resto del decenio de los ochenta: su cuota de mercado era de tan sólo el 1,7% en 1989. Asimismo aparecieron otros títulos con garantía y otras emisiones sin garantía (eurobilletes de tesorería, euronotas a medio plazo). Si bien los títulos no garantizados habían perdido, a finales de la década, la popularidad de la que habían gozado a mediados de ésta (cuotas de mercado de 14,3% y de 1,8% en 1985 y 1989, respectivamente), las emisiones sin garantía abarcaron una parte importante de los mercados financieros internacionales (15,7% en 1989) (cuadro 3.2). En definitiva, puede decirse que uno de los cambios más importantes que sufrieron los mercados financieros internacionales en la década de los ochenta con respecto a la de los setenta fue el aumento de la liquidez internacional. Los títulos menos líquidos o volátiles como son los préstamos a largo plazo fueron perdiendo importancia en la escena internacional mientras la ganaban otros instrumentos más líquidos como son las obligaciones y otras emisiones titularizadas, además de, por supuesto, las acciones.

Por lo que respecta a la distribución geográfica de los flujos de capital, se invirtió la tendencia que se había observado a finales de los setenta. Esto es, los países pobres perdieron la participación en los mercados internacionales que habían ganado en la segunda mitad de los setenta. Sin duda alguna, este fenómeno fue consecuencia de la crisis de la deuda de principios de los ochenta que redujo sustancialmente el acceso a la financiación externa de dichos países. Los crecientes flujos de capital volvieron, pues, a concentrarse, en mayor medida de lo que lo hacían a principios de los setenta, en unos pocos países ricos. Así, la OCDE, que recibía menos del 62% de los flujos de capital en 1980, importaba, en 1989, más del 91% del capital internacional (cuadro 3.2). La reducción de la participación de los países no desarrollados y de las economías de Europa del Este en dichos mercados fue drástica: en el caso de los países no desarrollados, la cuota de mercado se redujo de algo más del 30% en 1980 al 4,7% en 1989. Por su parte, los países de Europa del Este pasaron de recibir algo más del 5% de los flujos internacionales de capital en 1980 a captar tan sólo el 1% de éstos en 1989 (cuadro 3.2).

Cuadro 3.2. Flujos internacionales de capital: 1980-1989 (miles de millones de dólares y %)

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989
total (a)	120,8	200,6	178,9	153,6	202,3	299,6	400,0	392,9	453,5	466,5
préstamos (b)	67,1	72,3	54,9	43,8	30,6	20,6	15,8	23,3	27,6	25,9
obligaciones	32,9	26,4	42,2	50,1	55,0	56,5	57,0	46,0	50,1	54,9
Acciones	-	-	-	-	0,1	0,9	2,9	4,7	1,7	1,7
otros títulos con garantía	-	1,3	2,9	6,1	14,2	14,3	8,4	7,9	3,7	1,8
otras emisiones sin garantía	-	-	-	-	-	7,7	16,9	18,2	16,9	15,7
OCDE (b)	61,8	68,1	68,1	70,8	75,8	83,2	91,0	89,8	91,2	91,4
Países no desarrollados	30,9	27,7	25,7	22,4	16,4	9,2	5,0	6,7	5,0	4,7
Europa del este	2,2	0,8	0,4	0,7	1,7	1,9	1,0	0,9	1,0	1,0
otros (c)	5,1	3,3	5,7	6,1	6,0	5,7	3,0	3,6	2,8	2,9

(a) en miles de millones de dólares

(b) en porcentaje

(c) incluye a países como Sudáfrica y también a los organismos internacionales dedicados a la financiación multilateral de los países no desarrollados

Fuente: Palazuelos (1998), cuadro 3.3, elaborado a partir de datos de la OCDE (Financial Market Trends)

### 3. TERCERA FASE: LOS NOVENTA

Durante los noventa y hasta poco antes de que estallaran las crisis asiáticas de 1997, los flujos internacionales de capital siguieron creciendo hasta alcanzar más de 1,5 billones de dólares en 1996. La tendencia general de los préstamos internacionales siguió siendo a la baja, de modo que suponían tan sólo 22% del mercado en 1996 (cuadro 3.3). Después de haber aumentado su peso relativo hasta 1994, las obligaciones también disminuyeron, representando el 45% de los instrumentos de los mercados de capitales en 1996. La disminución de los préstamos y las obligaciones, así como de otros títulos con garantía, fue compensada por la mayor emisión de títulos sin garantía que representaban el 15,2% de los instrumentos en 1990 y casi el 30% en 1996. En otras palabras, la tendencia hacia una mayor liquidez en los mercados financieros internacionales que ya se perfilaba en los ochenta se consolidó en la primera mitad de la década de los noventa.

A pesar de la fuerte concentración de los movimientos de capital entre los países más ricos, se observa, en la primer mitad de los noventa, un cierto desvío de fondos hacia los países menos desarrollados –del mismo modo que ocurría en la segunda mitad de los setenta–. En otras palabras, parece que, con el inicio de la nueva década empiezan a diluirse los efectos de la crisis de la deuda de los ochenta y los países pobres vuelven a tener cierto acceso a la financiación internacional. No obstante, la posición de los países no desarrollados en los mercados financieros internacionales dista mucho de ser la que ostentaba dicho grupo de países a finales de los setenta. Los países miembros de la OCDE, que recibían el 91,4% de los capitales en 1989 (cuadro 3.2), absorbían el 86,2% de la financiación internacional en 1996 (cuadro 3.3). Por su parte, los países no desarrollados que percibían solamente el 4,7% de dicha financiación en 1989 (cuadro 3.2), alcanzaron una cuota de 10,5% en 1996 (cuadro 3.3).

Cuadro 3.3. Flujos internacionales de capital: 1990-1996 (miles de millones de dólares y %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
total (a)	434,9	536,0	609,7	810,5	967,6	1.284,3	1.571,6
Préstamos (b)	28,6	21,6	19,4	16,1	24,4	28,8	22,0
obligaciones	52,9	57,6	54,7	59,3	44,3	36,4	45,0
Acciones	1,7	4,4	3,9	5,0	4,6	3,2	3,7
otros títulos con garantía	1,6	1,4	1,1	1,0	0,5	0,3	0,3
otras emisiones sin garantía	15,2	15,0	20,9	18,6	26,2	31,3	29,0
OCDE (b)	88,4	87,5	87,9	85,2	88,3 (d)	89,1 (d)	86,2 (d)
países no desarrollados	6,6	8,8	7,8	10,4	9,6 (e)	9,5 (e)	10,5 (e)
Europa del este	1,1	0,3	0,2	0,8			
otros (c)	3,9	3,4	4,1	3,6	2,1	1,4	3,3

(a) en miles de millones de dólares

(b) en porcentaje

(c) incluye a países como Sudáfrica y también a los organismos internacionales dedicados a la financiación multilateral de los países no desarrollados

(d) Excluidos los nuevos miembros incorporados en los años noventa (Méjico, Corea del Sur, Hungría, República Checa y Polonia), que siguen figurando entre los países no desarrollados

(e) Incluidos Méjico y Corea y excluidos los países de Europa del Este (menos los tres citados en d)

Fuente: Palazuelos (1998), cuadro 3.3, elaborado a partir de datos de la OCDE (Financial Market Trends)

## **B. COMPORTAMIENTO DE LA VOLATILIDAD EN LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES**

En los capítulos 1 y 2, se han repasado los vínculos causales teóricos mediante los cuales la globalización financiera (medida por el aumento de los flujos de capital a escala internacional) puede conducir a un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. Ya se ha mencionado que el objetivo de este tercer capítulo es comprobar si estos vínculos causales se dan en la práctica; o, lo que es lo mismo, contrastar empíricamente las relaciones teóricas sobre volatilidad e incertidumbre expuestas en la primera parte de esta tesis. Las dos primeras variables del esquema (gráfico 3.1), es decir, el aumento de los flujos de capital a escala internacional y el aumento de la liquidez, también a escala internacional, se han dado, con especial énfasis, a partir de la década de los noventa (periodo que incluye las dos crisis que se estudiarán en los dos capítulos siguientes). Falta ahora saber si dicho aumento de las relaciones financieras transfronterizas y de la liquidez provocan todos los fenómenos previstos desde el punto de vista teórico.

Recuérdese que, desde una perspectiva teórica, se había establecido que el aumento de los capitales internacionales y de la liquidez mundial da lugar a un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales mediante el incremento de la asimetría de la información y del riesgo (y la volatilidad). Asimismo, también se afirmaba que dicho aumento de la volatilidad internacional es consecuencia del auge de los instrumentos financieros derivados<sup>81</sup> y del modo de actuar de los fondos de inversión colectiva que operan a escala internacional. Como ya se ha señalado, ha habido que enfrentarse a un gran número de dificultades en el intento de contrastar

---

<sup>81</sup> También se observa, en los capítulos 1 y 2, que el aumento del riesgo y la volatilidad es, asimismo, una causa del mayor uso de productos derivados. Por otra parte, este mayor uso de productos derivados refuerza el aumento de la liquidez a nivel internacional.

empíricamente la existencia de todas estas variables y las relaciones que las unen.

Dichas dificultades han hecho que sea imposible contrastar empíricamente todas y cada una de las variables y vínculos causales planteados en el esquema teórico del capítulo anterior. Por tanto, este epígrafe se va a limitar a estudiar, por una parte, el comportamiento del riesgo y la volatilidad de los mercados financieros internacionales (coincidiendo con el periodo de globalización financiera) y, por otra, las variables que en teoría influyen en dicho comportamiento de la volatilidad. En primer lugar, se estudiará si la volatilidad ha aumentado a raíz de la internacionalización de los mercados financieros de capital. El resto del epígrafe se centrará en las variables que, según el estudio teórico, causan un incremento de dicha volatilidad. Así, en segundo lugar, se repasarán brevemente los estudios que analizan la existencia de asimetría de la información en los mercados financieros internacionales. En tercer lugar, se repasará el auge del mercado de productos financieros derivados y su impacto en la volatilidad. Y, en cuarto y último lugar, el peso de los fondos de inversión colectiva en las relaciones financieras internacionales y cómo redunda su comportamiento en la volatilidad y el riesgo en dichos mercados<sup>82</sup>.

## 1. COMPORTAMIENTO DE LA VOLATILIDAD ANTE LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Como ya se ha mencionado, existe, curiosamente, poca literatura empírica que analice (o permita analizar) el comportamiento de la volatilidad

---

<sup>82</sup> Quedan, pues, excluidos del análisis el comportamiento de la incertidumbre ante la globalización financiera y gran parte de los nexos causales que relacionan las variables restantes. Estos nexos causales son: el impacto del aumento de la liquidez en la asimetría de la información y en los fondos de inversión colectiva, la relación entre el aumento de los flujos transnacionales de capital y la asimetría de la información y la relación entre asimetría de la información y riesgo.

ante la globalización de los mercados financieros. Es más, los resultados de dichos estudios son tan dispares que ni siquiera permiten concluir si la volatilidad aumenta, se mantiene, o disminuye a raíz de la globalización financiera. Esto es particularmente chocante porque, en cierto modo, puede decirse que existe una opinión ampliamente extendida de que la globalización financiera ha provocado de hecho un aumento de la volatilidad en los principales mercados financieros internacionales. En otras palabras, aparte de existir una base teórica que justifique el aumento de la volatilidad y del riesgo con dicha internacionalización (capítulos 1 y 2), se suele dar por sentado que los estudios empíricos no van a hacer más que corroborar estas teorías. Según Richards (1996), esto se explica, para el caso concreto del comportamiento de la volatilidad en los principales mercados emergentes por la "(...) creciente atención en los mercados emergentes: los cambios en los precios que antes pasaban desapercibidos atraen ahora más atención en la prensa financiera internacional" (Richards, 1996, p. iii). Los estudios que se van a repasar en este epígrafe se dividen en dos grupos. En primer lugar, se revisarán las investigaciones que se limitan a contemplar la evolución de los índices de volatilidad durante el periodo de internacionalización de las relaciones financieras. En segundo lugar, se hará un breve *survey* de los estudios que, mediante tests estadísticos, han contrastado empíricamente la relación entre la volatilidad en los mercados financieros y la internacionalización de dichos mercados.

### 1.1. Evolución de la volatilidad

En los estudios sobre la evolución de la volatilidad, ésta suele calcularse, como se verá a continuación, mediante la desviación típica respecto de la media de la rentabilidad en un determinado mercado. Los resultados suelen variar en función del tamaño de la muestra, del periodo al que se refiere, del tipo de mercado para el que se calcula la volatilidad y de si la rentabilidad media respecto de la que se calcula la desviación típica es diaria, semanal o

mensual. Así, Honohan (2000) y Levine (1996) concluyen que se ha producido un aumento de la volatilidad en el periodo en el que se internacionalizan los mercados financieros; mientras que el BPI (1997) sostiene que la volatilidad disminuye en dicho periodo. No obstante, la mayoría de los estudios (Blundell-Wignall y Browne, 1991; Campbell y Lettau, 1999; Edey y Hvding, 1995) son incapaces de mostrar una tendencia clara de la volatilidad, ya sea al alza o a la baja, coincidiendo con el periodo de globalización financiera.

#### 1.1.1. Estudios sobre el aumento de la volatilidad

Se ha afirmado en muy diversas ocasiones que la globalización de los mercados financieros provoca un aumento de la volatilidad en dichos mercados. Por ejemplo, Eatwell y Taylor (2000) sostienen que se ha dado un aumento notable de la volatilidad, “se mida con movimientos a corto plazo en los tipos de cambio y en los tipos de interés, o con movimientos a largo plazo en la actividad del mercado” (Eatwell y Taylor, 2000, p. 44). Es más, según los autores, la volatilidad a corto plazo en los países industrializados (medida por los movimientos de precios en intervalos bisemanales) se ha multiplicado por 3 en los últimos 25 años<sup>83</sup>. Asimismo, Lobejón (2000) afirma que “los mercados financieros internacionales se han habituado al riesgo, y que buscan incluso obtener beneficios a partir de él” (Lobejón, 2000, p. 5); de lo cual se deduce que dicho autor defiende la idea de que la volatilidad ha ido en aumento en los mercados financieros internacionales.

Cabe ahora centrarse en aquellos estudios que, tras hacer un seguimiento de los índices de volatilidad, concluyen que ésta ha aumentado, coincidiendo con la internacionalización de los mercados financieros. Honohan (2000) compara el comportamiento de la volatilidad de los tipos de interés en los países industrializados respecto de los países en desarrollo en el periodo

---

<sup>83</sup> Los autores no precisan ni las fuentes de sus datos ni los métodos de cálculo de los índices de volatilidad.

posterior a los procesos de liberalización y llega a dos conclusiones fundamentales. En primer lugar, observa que la volatilidad de dichos tipos de interés en los países en desarrollo supera la que se da en los países ricos en el periodo inmediatamente posterior al proceso de apertura financiera<sup>84</sup>. Y, en segundo lugar, sostiene que, independientemente del tipo de economía de que se trate, se produce un aumento de la volatilidad tras un proceso de liberalización financiera. Levine (1996) observa los movimientos en la volatilidad de los índices bursátiles en países que se han liberalizado recientemente, esto es, en los años ochenta o en los noventa (que suelen ser países subdesarrollados o economías emergentes). De 11 países estudiados<sup>85</sup>, 7<sup>86</sup> sufren un aumento de la volatilidad en la rentabilidad del mercado de valores a raíz de la liberalización del sector financiero. El autor insinúa, además, que existe una correspondencia entre este aumento de la volatilidad y el aumento de la liquidez. De hecho, en el mismo estudio hace un seguimiento del comportamiento de la liquidez a raíz del proceso de liberalización y llega a la conclusión de que, en todos aquellos países en los que la volatilidad del mercado de valores aumenta tras la liberalización financiera, se produce igualmente un incremento de la liquidez en el mismo mercado.

#### 1.1.2. Estudios sobre el descenso de la volatilidad

También existen estudios que sostienen que la volatilidad, no solamente no aumenta a raíz de un proceso de liberalización o globalización financiera, sino que además disminuye. Uno de ellos es el 67º Informe Anual del BPI (1997). Según el informe, la volatilidad de los mercados de valores<sup>87</sup> situados

---

<sup>84</sup> Como se verá a lo largo de este epígrafe, la mayoría de los trabajos coinciden al encontrar índices de volatilidad superiores (cualquiera que sea el tipo de activo para el que se calcula el índice) en los países subdesarrollados o emergentes que en las economías industrializadas.

<sup>85</sup> Argentina, Brasil, Chile, Colombia, India, Jordania, Corea del Sur, Pakistán, Filipinas, Tailandia y Venezuela.

<sup>86</sup> Los cuales son: Argentina, Brasil, Colombia, India, Pakistán, Tailandia y Venezuela.

<sup>87</sup> El BPI (1997) utiliza, como índice de volatilidad, la desviación típica respecto de la media mensual.

en economías emergentes es superior a la que se registra en los mercados equivalentes en países ricos, pero, no obstante, tiende a disminuir. Por ejemplo, la volatilidad en el mercado de valores chino pasó de 26,6 en el periodo 1993-1994 a 10,5 en 1995-1996. La bolsa de Hong Kong registró una caída de la volatilidad similar, pasando de 10,1 en el primer periodo a 5,5 en el segundo. Según el BPI, la volatilidad de los mercados de valores latinoamericanos también disminuye a mediados de los noventa, aunque las caídas no son tan pronunciadas como las que se registran en las principales bolsas asiáticas: por ejemplo, la volatilidad cae, en la bolsa colombiana, de 8,2 en 1993-1994 a 6,7 en 1995-1996. No obstante, según este mismo informe, la volatilidad en las bolsas mexicana y coreana aumenta y se mantiene, respectivamente, para los mismos periodos. En el caso de México, la volatilidad pasa de 7,9 a 11,4 y, en el coreano, se mantiene en 6,1.

#### 1.1.3. Estudios no concluyentes

Abundan los estudios que señalan que no se puede establecer una tendencia clara al alza o a la baja en los índices de volatilidad y que ésta ha aumentado o disminuido (desde el inicio del proceso de globalización financiera a comienzos de los setenta) en función del país, el mercado concreto (bonos, acciones, derivados...) y los periodos de referencia (Blundell-Wignall y Browne, 1991; Campbell y Lettau, 1999 y Edey y Hviding, 1995). Blundell-Wignall y Browne (1991) estudian la evolución de la volatilidad en las economías industrializadas durante las décadas de los setenta y ochenta. Concretamente, calculan la volatilidad media mensual<sup>88</sup> de la rentabilidad de los bonos y del índice bursátil de los setenta, los ochenta y la segunda mitad de los ochenta en los mercados de bonos y de acciones en Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido y Canadá; así como la volatilidad media mensual (para los mismos tres periodos) de los principales tipos de cambio

---

<sup>88</sup> La volatilidad se calcula, en este artículo, mediante la estimación de la desviación típica hallada utilizando el estimador de Schwertz.

bilaterales que son, según los autores, los tipos marco/dólar, yen/dólar, franco/dólar y libra/dólar.

Blundell-Wignall y Browne (1991) obtienen, mediante estos cálculos, los siguientes resultados. En primer lugar, en términos generales, la volatilidad de la rentabilidad de los bonos es inferior a la que se registra en los otros mercados (acciones y divisas); además, no se puede establecer una tendencia clara de dicha volatilidad. En Estados Unidos y Alemania, la volatilidad es mayor en los ochenta que en los setenta pero también es superior en los ochenta que en la segunda mitad de los ochenta, con lo que la alta volatilidad del decenio de los ochenta se debe, probablemente, a un aumento en la primera mitad que se corrige en la segunda mitad. Italia también sufre un incremento de la volatilidad en la rentabilidad de los bonos pero, no solamente no se corrige en la segunda mitad, sino que, además, la volatilidad media de la segunda mitad de los ochenta es superior a la de la media de todo el decenio. Por su parte, Francia y el Reino Unido registran una disminución de la volatilidad en los ochenta, con respecto al decenio de los setenta. En segundo lugar, la volatilidad de la rentabilidad de los índices bursátiles de los principales países desarrollados parece mantenerse, con leves variaciones al alza o a la baja. Por ejemplo, las variaciones en los índices alemán, francés, italiano y canadiense aumentan levemente, concentrándose dicho aumento en la segunda mitad de los ochenta; mientras que los vaivenes en los índices japonés e inglés disminuyen levemente y la volatilidad del índice estadounidense se mantiene. Con respecto a la volatilidad en los mercados de acciones, los cálculos de Blundell-Wignall y Browne (1991) también ponen de manifiesto que la volatilidad en este mercado supera la que se da en los otros dos (bonos y divisas). En tercer y último lugar y con respecto a los principales mercados de divisas, sí puede hablarse de un aumento de la volatilidad en estos mercados en la década de los ochenta con respecto a la de los setenta. Existe un aumento de

la volatilidad en los cuatro tipos de cambio antes descritos (dólar con respecto al marco, la libra, el yen y el franco)<sup>89</sup>.

Otro análisis de la evolución de la volatilidad que no es capaz de establecer una tendencia clara de dicho índice es el de Edey y Hviding (1995). Al igual que Blundell-Wignall y Browne (1991), estos autores observan la evolución de la volatilidad en tres tipos de mercados: los de bonos, los de acciones y los de divisas. Si bien su estudio se refiere también, fundamentalmente, a países ricos, su muestra es más amplia, ya que calcula la volatilidad de la rentabilidad de las divisas de 23 países<sup>90</sup>, la del mercado de bonos de 22 países<sup>91</sup> y la de acciones de 20 países<sup>92</sup>. La muestra de Edey y Hviding (1995) también es más amplia porque cubre un periodo de tiempo más largo. Edey y Hviding (1995) realizan cálculos de volatilidad para el periodo 1960-1994 y dividen dicho periodo en 5 sub-periodos: el decenio de los sesenta, el de los setenta, la primera mitad de los ochenta, la segunda mitad de los ochenta y la primera mitad de los noventa. El cálculo del índice se realiza basándose en datos estadísticos de la OCDE y calculando la desviación típica respecto de la media mensual.

Los cálculos arrojan los resultados siguientes. En primer lugar, y por lo que respecta al mercado de bonos, la volatilidad de dicho mercado aumenta, en términos generales, hasta mediados de los ochenta y a partir de ese momento y hasta finales del decenio disminuye, también en términos generales. No puede

---

<sup>89</sup> Se ha incluido el informe de Blundell-Wignall y Browne (1991) en este breve *survey* por ser uno de los estudios más completos encontrados sobre volatilidad en países industrializados. No obstante, debe tenerse en cuenta que, dada la antigüedad del estudio, éste no recoge los efectos en las volatilidades de los mercados estudiados de las crisis del Sistema Monetario Europeo de 1992-1993 y de las crisis posteriores en economías emergentes (como la de México y el efecto Tequila o las de Asia en 1997).

<sup>90</sup> Estados Unidos, Japón, Alemania, Francia, Italia, Reino Unido, Canadá, Australia, Austria, Bélgica, Dinamarca, Finlandia, Grecia, Islandia, Irlanda, Holanda, Nueva Zelanda, Noruega, Portugal, España, Suecia, Suiza y Turquía.

<sup>91</sup> Mismos países que en la nota a pie de página anterior excepto Turquía.

<sup>92</sup> Mismos países que en el estudio de la volatilidad del mercado de divisas exceptuando Islandia, Holanda y Turquía.

establecerse una tendencia clara de la evolución de este índice para la primera mitad de la década de los noventa ya que se produce un incremento del índice en 9 países<sup>93</sup> y una disminución en 11<sup>94</sup> de los 22 países que componen la muestra para el cálculo de este índice. En segundo lugar y por lo que respecta a los mercados de acciones, su volatilidad no sigue una tendencia definida hasta mediados de los ochenta. No obstante, a partir de esa fecha sí parece que se puede establecer una evolución general de la volatilidad en las principales bolsas: dicha volatilidad aumenta hasta finales de la década para luego disminuir en la primera mitad de los noventa. En tercer y último lugar, tampoco se puede establecer una tendencia clara en la evolución de la desviación típica en los principales mercados de divisas. Sí parece que hay una tendencia marcada al alza en los setenta con respecto a los sesenta, y a principios de los noventa respecto de la segunda mitad de los ochenta. Asimismo, se observa una clara bajada de la volatilidad a lo largo del decenio de los ochenta. En el resto de los periodos en los que los autores dividen la muestra, el comportamiento de la volatilidad en los mercados de divisas varía sensiblemente de un país a otro.

Campbell y Lettau (1999) repasan la evolución de la volatilidad desde principios de los sesenta hasta finales de los noventa con el fin de analizar, desde un punto de vista comparativo, las tendencias de la volatilidad a nivel de empresa, a nivel de industria y a nivel de mercado. Basándose en datos del mercado de valores para 49 industrias desde julio de 1962 hasta diciembre de 1997, llegan a las siguientes conclusiones. En primer lugar, concluyen que la volatilidad de mercado no sigue ninguna tendencia clara. Los autores observan que dicha volatilidad fue alta en los setenta y hacia el año 1980, luego disminuyó para volver a aumentar hacia el final del periodo. Por su parte, la volatilidad a nivel de industria sigue una evolución similar a la de la volatilidad

---

<sup>93</sup> Que son: Alemania, Italia, Canadá, Austria, Finlandia, Grecia, Noruega, Suecia y Suiza.

<sup>94</sup> Que son: Estados Unidos, Japón, Francia, Reino Unido, Australia, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Holanda, Nueva Zelanda y España.

de mercado. En tercer y último lugar, Campbell y Lettau (1999) señalan que la volatilidad a nivel de empresa sí ha seguido una tendencia más clara y que, además, ésta ha ido en aumento a lo largo del periodo de estudio al que se refieren los autores. Además, el estudio de Campbell y Lettau (1999) es más reciente que el de Blundell-Wignall y Browne (1991) por lo que sus cálculos de volatilidad se realizan en base a una muestra que cubre gran parte del decenio de los noventa. Así, los autores pueden contemplar el efecto de las crisis de los noventa en la evolución de la volatilidad del índice bursátil y concluyen que dicha volatilidad aumenta en el periodo en el que estallan las crisis.

## 1.2. Relación entre liberalización financiera y volatilidad

Ya se ha mencionado que, además de los trabajos que hacen un seguimiento de la volatilidad a lo largo de un determinado periodo de tiempo, existen también varios autores que han intentado averiguar cuál es, independientemente de la evolución de la volatilidad, el impacto de la liberalización de los mercados financieros en dicho índice. La mayoría de los modelos econométricos que se han encontrado concluyen que la liberalización financiera, no solamente no provoca un aumento de la volatilidad sino que, además, fomenta su disminución. Entre estos autores destacan Richards (1996), Kim y Singal (1993), Bekaert y Harvey (1995 y 1997) y De Santis e Imrohoroglu (1997). A continuación, se verán más en detalle dos de los estudios: el de Richards (1996) y el de Bekaert y Harvey (1997).

### 1.2.1. Relación negativa: Richards y Bekaert y Harvey

Para sostener la hipótesis de que un proceso de liberalización financiera no da lugar al aumento de la volatilidad en los mercados financieros, Richards (1996) estudia el comportamiento de la rentabilidad de los títulos que cotizan

en los mercados de valores tanto en economías emergentes<sup>95</sup> como en países industrializados<sup>96</sup> durante el periodo de tiempo que va de 1975 a 1995. De hecho, Richards (1996) calcula la volatilidad, tanto mensual como semanal, de la rentabilidad de las acciones. Para calcular la volatilidad en base a medias mensuales, el autor utiliza datos de los mercados de valores para el periodo diciembre 1975 - septiembre 1995. Para hacer el cálculo de la volatilidad semanal, la muestra es más corta: de diciembre de 1988 hasta septiembre de 1995. Las técnicas empleadas para el cálculo de la volatilidad son las tres siguientes. La primera es el cálculo de la desviación típica respecto de la media; la segunda técnica es una técnica de regresión similar a la de un modelo ARCH; y el tercer y último método consiste en observar la frecuencia relativa de los movimientos extremos en los precios de las acciones.

Mediante las tres técnicas, Richards (1996) llega a la conclusión de que la liberalización financiera no ha provocado un aumento de la volatilidad a largo plazo ni en las economías maduras ni en los países subdesarrollados; exceptuando, obviamente, algunos picos como pueden ser el *crash* bursátil de 1987 o la invasión de Kuwait en 1990, para los países industrializados. No obstante, no se deben tomar estos datos como definitivos por las siguientes razones. En primer lugar, los datos están muy agregados: Richards (1996) calcula los índices de volatilidad para las economías emergentes en su conjunto y para los países desarrollados en su conjunto. Si el autor calculara estos mismos índices de volatilidad para cada uno de los países que componen la muestra, quizás encontraría tendencias al alza en la volatilidad de algunos mercados aislados. Pero el hecho de agregar los datos de países hace que la

---

<sup>95</sup> Estos países son los 16 siguientes: Argentina, Brasil, Chile, Grecia, India, Corea, México, Tailandia, Zimbabwe, Jordania, Colombia, Malasia, Pakistán, Filipinas, Taiwán y Venezuela. Los datos sobre estos mercados han sido obtenidos de la *Emerging Market Database*, base de datos perteneciente a Standard and Poor's.

<sup>96</sup> Estos países son los 16 siguientes: Australia, Austria, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Holanda, Noruega, España, Suecia, Suiza, el Reino Unido y los Estados Unidos. Los datos estadísticos para estos mercados han sido obtenidos de Morgan Stanley Capital International (MSCI).

tendencia la alza en la volatilidad de algún país quede camuflada entre el comportamiento de la volatilidad en otros países de su misma categoría (Huang y Yang, 2000). En segundo lugar, el propio Richards (1996) advierte de que el periodo post-liberalización para el que se realizan los cálculos es, quizás, demasiado corto ya que no supera los dos años para las economías emergentes. Este dato es importante para no tomar al pie de la letra los resultados que arroja este estudio ya que, como se verá en los dos capítulos siguientes, los mercados de valores de las economías emergentes que se liberalizan no suelen sufrir fuertes sobresaltos hasta más de dos años después de finalizar el proceso de liberalización financiera.

Este último problema lo presenta, también, el trabajo de Bekaert y Harvey (1997). Estos autores llegan a la conclusión de que la volatilidad disminuyó, a raíz del proceso de liberalización financiera, en Brasil, México, Taiwán y Portugal. Los índices se calcularon con datos que sólo cubrían un periodo de dos años tras la implantación del proceso de liberalización financiera. La crisis que estalló en México en 1994 es una buena muestra de que, probablemente, la volatilidad no disminuyó en México tras la liberalización financiera sino que los efectos de dicha liberalización pueden tardar más de dos años en hacerse notar.

### 1.2.2. Relación positiva: Huang y Yang

A parte de todos los estudios econométricos que sostienen que la liberalización financiera conduce a una disminución de la volatilidad en los mercados que se liberalizan, también existen modelos econométricos que sostienen la hipótesis contraria. Uno de los más recientes es el de Huang y Yang (2000). Para hacer el test econométrico, utilizan datos de rentabilidad diaria de 10 mercados emergentes de acciones. Estos mercados son los de Argentina, Brasil, Chile, Corea del Sur, Malasia, México, Filipinas, Tailandia, Turquía y Taiwán. El periodo para el que se analiza la volatilidad es el que

transcurre entre el 5 de enero de 1988 y el 2 de abril de 1998 y la regresión econométrica se hace mediante el método GARCH. Huang y Yang (2000) admiten que se produce una disminución de la volatilidad tras la liberalización financiera en algunos países tales como Argentina, Chile, Malasia y Filipinas. Por lo que respecta a Brasil, Tailandia y Taiwán, no se puede hablar de un patrón claro de evolución de la volatilidad de la rentabilidad de las acciones. Por último, por lo que se refiere a Corea del Sur, México y Turquía<sup>97</sup>, sostienen que sí se ha producido un aumento de la volatilidad tras la liberalización financiera.

Según los autores, existen dos motivos principales por los cuales su test econométrico arroja resultados distintos de los que aparecen en otros estudios sobre el mismo tema. El primer motivo es que Huang y Yang (2000) utilizan, para sus cálculos, desviaciones respecto de la rentabilidad diaria de las acciones (y no semanal o mensual como otros autores). Según ellos, esto dota a su estudio de mayor rigor y precisión. En segundo lugar, al ser su estudio más reciente, el periodo de estudio comprende la crisis que estalló en Asia en 1997 y que luego se propagó a numerosos mercados financieros, por lo que sus cálculos de volatilidad y los resultados de su test econométrico dan una imagen más fiable de la situación actual de la volatilidad en los principales mercados emergentes.

## 2. ASIMETRÍA DE LA INFORMACIÓN

La mayoría de los estudios que analizan la existencia de asimetría de la información en los mercados financieros internacionales ha llegado a la conclusión de que dicha asimetría existe<sup>98</sup>. En otras palabras, estos estudios

---

<sup>97</sup> Estos tres países han sufrido crisis financieras en los últimos años: México en 1994, Corea del Sur en 1997 y Turquía en 2001.

<sup>98</sup> Tan sólo se van a repasar los estudios que analizan la existencia de dicha asimetría: no se han encontrado estudios que traten de relacionar la existencia de la asimetría de la información con el aumento de la liquidez a escala internacional.

concluyen que los agentes financieros locales tienen más información que los agentes extranjeros acerca de la rentabilidad real de los proyectos de inversión que se realizan en su país (Blundell-Wignall y Browne, 1991; Brennan y Cao, 1997; Frankel y Schmukler, 1996 y 1998 y Kaufmann *et al.*, 1999).

## 2.1. Frankel y Schmukler

Estos estudios utilizan diversas técnicas para comprobar la existencia de asimetría de la información en los mercados financieros. Por ejemplo, Frankel y Schmukler (1996 y 1998) abordan este tema desde el punto de vista de la valoración de activos. Centrándose en un tipo específico de fondos de inversión colectiva, los llamados *country funds*, los autores estudian la existencia de asimetría de la información mediante el estudio de la existencia de descuentos. El descuento es la diferencia entre el valor neto del activo (NAV o *net asset value*) y el precio de una participación en el fondo; siendo el precio de la participación en el fondo el valor de mercado de una participación en el *country fund* y el NAV el valor del título extranjero en el que invierte el *country fund*, es decir, el activo subyacente. Según Frankel y Schmukler (1998), la existencia de descuentos demuestra que los mercados financieros sufren problemas en la transmisión de información. Concretamente, la existencia de descuentos demuestra que la información que tienen los agentes que pertenecen al mercado al que pertenece el subyacente no es la misma que la que tienen los agentes extranjeros que invierten en dicho mercado a través de un fondo de inversión colectiva (si no fuera así, el NAV sería igual al precio de la participación). Los autores estudian el comportamiento de los descuentos para *country funds* establecidos en Estados Unidos y que operan en mercados europeos, latinoamericanos y asiáticos y llegan a las siguientes conclusiones. En primer lugar, observan que sí existen descuentos y que, ya sean positivos o negativos, son significativos. Por ejemplo, en el caso de las participaciones en economías asiáticas, los descuentos son importantes y negativos (el valor de la participación supera el del NAV), lo cual se explica por el excesivo optimismo

que se generó en la década de los noventa sobre la rentabilidad de las inversiones realizadas en la cuenca del Pacífico. En segundo lugar, los autores concluyen que existe una relación entre el NAV y el precio, esto es, existe una correlación estadística entre ambas. En tercer lugar, observan que, en esta relación, el NAV es exógeno, es decir que el valor del subyacente se explica por su propio pasado y no por el comportamiento del precio de la participación. También observan que el precio de la participación, por su parte, es menos exógeno que el NAV. En definitiva, puede decirse que, según los autores, la asimetría de la información se demuestra por la existencia de descuentos significativos y por el hecho de que no solamente existe una relación estadística entre el precio de la participación y el subyacente sino que, además, el precio del subyacente explica en gran medida el de la participación.

## 2.2. Kaufmann, Mehrez y Schmukler

Otro modo de comprobar la existencia de asimetría de la información es mediante entrevistas directas a los agentes locales (en momentos clave de la economía) con el fin de observar si dichos agentes poseen más o mejor información que los agentes foráneos. Kaufmann *et al.* (1999) llevan a cabo un estudio de estas características para analizar si los agentes internos tenían más información que los externos acerca del futuro inmediato de su propia economía justo antes de que estallaran las crisis de 1997. En este estudio, se dividen los agentes que participan en el mercado en tres grupos. Por una parte, están los indicadores de mercado (mutuas, bancos internacionales y *country funds*) y los analistas de mercados (predictores de tipo de cambio y agencias de *rating*). Estos dos grupos son considerados los agentes extranjeros. Por otra parte, están los agentes locales. Para evaluar el posible desnivel de información entre ambos tipos de agentes, Kaufmann *et al.* (1999) recurren a la siguiente técnica. En primer lugar, y para los indicadores de mercado, los autores se limitan a observar en qué momento este tipo de inversores abandona sus inversiones en los países que entran en crisis. En segundo lugar, y por lo que

respecta a los analistas de mercado, Kaufmann *et al.* (1999) repasan los análisis de dichos agentes en los momentos previos a la crisis<sup>99</sup>. En tercer lugar y por lo que respecta a los agentes locales, los autores estudian la información contenida en la *Global Competitiveness Survey*. Dicha encuesta incluye entrevistas realizadas a agentes locales (de diversos lugares del mundo) sobre su percepción sobre el futuro de la economía en la que operan habitualmente<sup>100</sup>.

El estudio de Kaufmann *et al.* (1999) arroja los siguientes resultados. En primer lugar, los indicadores de mercado no se desprendieron de sus activos localizados en los países que entraron en crisis hasta que estalló dicha crisis. Por tanto, dichos agentes no predijeron las crisis (suponiendo que éstas pudieran ser predichas) y tampoco las provocaron. En segundo lugar, los análisis publicados por los analistas revelan que éstos tampoco predijeron ni provocaron la crisis. Efectivamente, por una parte, las agencias de *rating* no revisaron sus *ratings* a la baja hasta tiempo después de que las economías asiáticas hubieran entrado en crisis. Por otra parte, los datos del *Currency Forecaster Digest* ponen de manifiesto que el tipo de cambio a futuros se establecía aproximadamente en el mismo valor que el tipo de cambio *spot*, por lo que no se preveía que el tipo de cambio fuera a perder valor a corto plazo. En tercer y último lugar, y por lo que respecta a los agentes locales, los cuestionarios muestran que los agentes locales de los países que entraron en crisis se mostraban más pesimistas que los otros dos grupos de agentes acerca del futuro inmediato de sus economías. De todo esto, Kaufmann *et al.* (1999) deducen que los agentes locales pertenecientes a los países que entrarían en crisis en 1997 tenían más y mejor información que los agentes extranjeros acerca de la rentabilidad real de los proyectos de inversión realizados en su

---

<sup>99</sup> La información sobre los predictores de tipos de cambio es extraída del *Currency Forecaster Digest*. Para las agencias de *rating*, se observan los *ratings* de dichas agencias justo antes y justo después de las crisis.

<sup>100</sup> Los surveys recogidos por Kaufmann *et al.* para su estudio están fechados a finales de 1995, finales de 1996 y finales de 1997.

país; y que, por tanto, puede decirse que existe asimetría de la información en los mercados financieros internacionales.

### 2.3. Conclusión

No obstante, los resultados de estos dos estudios no son suficientemente concluyentes con respecto a la existencia de asimetría de la información. Por lo que se refiere a Frankel y Schmukler (1998), éstos demuestran que los *country funds* suelen imitar las decisiones de inversión de los agentes locales, lo cual evidencia la existencia de cierta asimetría de la información pero, eso sí, sólo en lo que se refiere a este tipo concreto de fondos. El estudio de Kaufmann *et al.* (1999), por su parte, se basa en que las expectativas de los agentes locales eran más pesimistas que las de los extranjeros en los momentos previos a las crisis de 1997 para demostrar que existe asimetría de la información en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, como ya se señaló en el capítulo 2, esta tesis se basa en los mecanismos generales descritos en los modelos de segunda generación para explicar el estallido de una crisis financiera. Esto es, se considera que crisis como las que estallaron en México en 1994 o en Corea en 1997 no pueden ser predichas y que aquellos agentes que empiezan a vender activos de los países que entran en crisis no están adelantando ni prediciendo la crisis sino que la están provocando. Por tanto, el hecho de que los agentes locales tuvieran peores expectativas sobre el futuro de la economía que los agentes foráneos no significa que tuvieran más información que les permitiera predecir la crisis (ya que ésta era impredecible) sino simplemente que fueron los primeros en empezar a vender. Por tanto, este estudio no parece concluyente con respecto a la existencia de asimetría de la información en los mercados financieros internacionales.

### 3. PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS

En el capítulo anterior, se repasaron los mecanismos mediante los cuales el uso de productos financieros derivados puede dar lugar a un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales (capítulo 2, epígrafe A.2.3). Antes de abordar la contrastación empírica de dicha relación, se repasará brevemente la evolución y principales características del mercado de productos financieros derivados con el fin de poder calibrar la magnitud del impacto de dicho mercado en la volatilidad y la incertidumbre en los mercados financieros internacionales.

#### 3.1. Volumen y características de los mercados de derivados

El origen de esta clase de productos (opciones, futuros, *swaps*, derivados sintéticos) se encuentra en el colapso del sistema de Bretton Woods a principios del decenio de los setenta. En ese momento, la gestión del riesgo de tipo de cambio, hasta entonces pública, pasó a ser privada, por lo que el sector privado tuvo que crear nuevos instrumentos financieros para poder afrontar y gestionar dicho riesgo. El incremento del volumen de capital transado mediante el uso de productos derivados durante los decenios de los ochenta y los noventa es sorprendente. Así, su tamaño en relación con otros mercados financieros ha sido creciente, sobre todo por lo que respecta a los derivados OTC (*over-the-counter*). Los OTC son productos derivados que no se comercian en los mercados oficiales de derivados sino que son contratos privados entre dos partes y no intermediados por una cámara de compensación, a diferencia de los derivados de cotización oficial. Al no cotizar en mercados oficiales, los OTC son mucho más opacos que los derivados estandarizados<sup>101</sup>. Además del crecimiento de los mercados de derivados, existen tres características de dichos mercados que conviene señalar: el corto plazo de los vencimientos de estos

---

<sup>101</sup> El problema de la opacidad de los derivados será analizado en el capítulo 6.

instrumentos, su carácter internacional y la concentración del uso de derivados en unos pocos agentes financieros, en concreto, bancos internacionales. Todo esto se analizará a continuación.

Es difícil medir el tamaño de los mercados de derivados, el índice que suele utilizarse es el del valor nominal pendiente de pago a final de año. No obstante, como señala Siems (1996), esta medida puede arrojar una imagen exagerada del tamaño de estos mercados. El valor nominal pendiente de pago no es el valor que se transfiere de una parte del contrato a su contraparte: es simplemente el valor sobre el que se calcula el tipo de interés y otros pagos. Otra forma de medir el tamaño de estos mercados es mediante el valor de mercado bruto, que arroja cifras mucho más modestas (cuadro 3.4).

En cualquier caso, lo que sí permite el valor nominal pendiente de pago es observar la evolución y composición del mercado de derivados. Esta cifra pasó de aproximadamente 1 billón de dólares en 1986 (Eatwell, 1996) a algo más de 118 billones de dólares en 2001 (cuadro 3.4). Según Fender y Von Hagen (1998) el crecimiento medio anual de los mercados de derivados ha sido de 40%, aproximadamente, entre los años 1986 y 1996. Dicho crecimiento se repartió de forma similar entre los derivados de cotización oficial y los OTC, aunque los mismos autores señalan que, en la segunda mitad de los noventa, el crecimiento de los OTC parece haberse acelerado en relación con los derivados que cotizan en mercados oficiales. En cualquier caso, los OTC son los instrumentos predominantes frente a los derivados estandarizados. En los últimos años, su peso relativo ha rondado el 85% de los derivados totales frente a una posición marginal de en torno al 15% para los derivados estándar (cuadro 3.4). Board *et al.* (1997) estiman que tan sólo el mercado de *swaps* OTC es, aproximadamente, 15% mayor que todos los demás mercados oficiales de derivados juntos.

Cuadro 3.4. Volumen de los mercados de derivados financieros (miles de millones de dólares y %) (a)

	1999	2000	2001(b)
valor nominal pendiente de pago			
total	101.755	109.414	118.299
OTC	88.202	95.199	98.835
(86,68)	(87,01)	(83,55)	
derivados estándar	13.552	14.214	19.464
(13,32)	(12,99)	(16,45)	
OTC a valor de mercado	2.813	3.183	3.114

(a) Los valores entre paréntesis indican valores en porcentaje

(b) Las cifras de 2001 corresponden al mes de junio

Fuente: BPI (2001b)

Otras características de los derivados financieros son el corto plazo de sus vencimientos y su sesgo transnacional. En 1999, casi la mitad de los OTC tenía un vencimiento inferior a un año y una tercera parte vencía en un periodo superior a un año pero inferior a 5 años. Parece que en los años 2000 y 2001 la proporción de OTC a corto plazo ha descendido ligeramente, hasta situarse en algo más del 45% (cuadro 3.5). Los OTC sobre tipos de cambio son los que mayor proporción de vencimientos a corto plazo tienen: en 1999 esta cifra era del 85% (BPI, 2001b). Además, el tamaño de estos mercados es un buen indicador del proceso de globalización financiera porque la mayoría de los productos derivados tienen un sesgo transnacional. Por ejemplo, el 51,22% del valor estimado de los derivados OTC en marzo de 1995 (47,5 billones de dólares) eran productos transfronterizos (Garber, 1998).

Cuadro 3.5. Distribución por vencimientos de los derivados OTC (%) (a)

	1999	2000	2001 (b)
vencimiento inferior a un año	49,76	46,00	45,49
vencimiento entre 1 y 5 años	33,38	35,00	34,82
vencimiento superior a 5 años	16,86	19,00	19,69

(a) Las cifras se refieren únicamente a los OTC sobre tipos de cambio, tipos de interés y acciones

(b) Las cifras del año 2001 son del mes de junio

Fuente: BPI (2001b)

Es difícil determinar el reparto por zonas geográficas de los mercados de productos derivados dada la escasez de datos que existe sobre este tema. Según

algunos autores, la presencia de economías emergentes en este tipo de mercados es prácticamente inexistente. Por ejemplo, según Garber (1998), la mayoría de las transacciones internacionales de productos OTC se dan entre países industrializados. Según el BPI (1999a), ocurre lo mismo con los mercados oficiales de derivados financieros: en 1991, el 77% de los derivados más importantes se compraron o se vendieron en América del Norte y Europa y este porcentaje ascendió al 86% en 1998. Según esta misma fuente, aunque la participación de los países asiáticos en el comercio de este tipo de productos aumentó ligeramente a mediados de los noventa (pasando del 23% en 1993 y 1994 al 25% en 1995), descendió rápidamente, tras las crisis, a los niveles registrados a principios del mismo decenio (13% en 1998)<sup>102</sup>. Por lo que respecta a la participación de México en los mercados de derivados, el BPI (1999a) no crea, siquiera, un apartado que refleje la participación de los países centroamericanos y latinoamericanos en los mercados de derivados, por lo que, según este organismo, la participación de México en dichos mercados es prácticamente nula.

A pesar del aparentemente escaso peso de los países subdesarrollados en estos mercados, algunos autores sostienen, no obstante, que los derivados son una forma importante de relación financiera entre los países industrializados y las principales economías emergentes. Kregel (1998b) se basa en la información contenida en la prensa financiera diaria para afirmar que los países asiáticos que entraron en crisis en 1997 no eran ajenos al uso de derivados financieros. Este tipo de prensa publicó, en la época en la que estos países entraban en crisis, noticias tales como que la institución JP Morgan tenía, antes de las crisis, 3.400 millones de dólares comprometidos en Corea del Sur de los cuales 2.000 millones (esto es, más de la mitad) lo estaban en forma de derivados. Asimismo, Kregel (1998b) recoge información de la *Country*

---

<sup>102</sup> Esta información ha sido extraída del cuadro VII.6 del 69º *Informe Anual* del Banco de Pagos Internacionales. En dicho cuadro, Asia incluye a Australia y Nueva Zelanda, por lo que la participación relativa de los países de asiáticos que luego entrarían en crisis en el mercado de derivados es, con toda probabilidad, mucho menor.

*Exposure Survey* que sostiene que una tercera parte de los fondos invertidos por la banca extranjera en dichos países estaba invertida en forma de derivados. Según este mismo autor y también según Chen (1999), gran parte (o casi la totalidad) de estos derivados eran *swaps*; básicamente, *swaps* de divisas, bonos convertibles<sup>103</sup> y *swaps* de acciones<sup>104</sup> (Chen, 1999).

Queda ver, finalmente, cuáles son los principales agentes financieros que participan en este tipo de mercados. Varios autores señalan que los bancos internacionales dominan el mercado (Fender y Von Hagen, 1998; Siems, 1996). Además, los operadores en los mercados de derivados son pocos, esto es, existe una fuerte concentración de participantes en estos mercados. Así, por ejemplo, Siems (1996) indica que en Estados Unidos –uno de los principales mercados para este tipo de productos– tan sólo diez instituciones realizan el 90% de las operaciones con derivados<sup>105</sup>.

En definitiva, a pesar de que la información estadística sobre derivados no es aún muy abundante, puede afirmarse que los mercados de derivados son mercados que experimentan un fuerte crecimiento y que se caracterizan por el vencimiento a corto plazo de sus contratos, el sesgo transnacional de las operaciones y el monopolio del mercado por parte de unos pocos bancos internacionales. Esto permite, pues, establecer una relación positiva entre el uso de derivados y el aumento de la liquidez internacional: el alto volumen de los derivados, su carácter transnacional y el corto plazo de los vencimientos así lo indican. Además, la concentración de operadores financieros en estos mercados puede interpretarse como una señal de la posible relación entre los derivados y el aumento de la volatilidad en los mercados financieros

---

<sup>103</sup> Bonos canjeables por acciones bajo ciertas condiciones.

<sup>104</sup> Acuerdo de permuto financiera en base al cual se canjea el pago del interés de una deuda por el pago de un dividendo de acciones. Es similar a un préstamo avalado por acciones.

<sup>105</sup> Estas cifras son para el año 1993. Estas diez instituciones financieras son las siguientes: Chemical, Citicorp, Bankers Trust, JP Morgan, Chase Manhattan, Bank of America, First Chicago, National Bank, Republic New York y Continental Bank.

internacionales: el hecho de que existan pocos agentes financieros en un mercado de gran volumen suele indicar que cada operación de un solo agente puede forzar en gran medida al alza o a la baja el precio de los productos que se transan en ese mercado. No obstante, la relación entre el uso de derivados y la volatilidad se estudia con más detenimiento en el siguiente apartado.

### 3.2. Relación entre derivados y volatilidad

Se han desarrollado algunos estudios (aunque no muchos) sobre el posible impacto del uso de este tipo de productos en la volatilidad de los mercados financieros internacionales. En el capítulo anterior, se llegó a la conclusión de que el uso de derivados podía forzar al alza la volatilidad de los mercados mediante dos vías: por una parte, dada la naturaleza de los modelos matemáticos que se emplean para calcular sus precios; y, por otra, dada la propensión de los derivados a acentuar la tendencia del precio de sus respectivos subyacentes. Los estudios econométricos que se van a citar a continuación se han centrado en evaluar la segunda vía de transmisión de la volatilidad, esto es, si los derivados acentúan la tendencia del precio de sus subyacentes. En concreto, dichos estudios comprueban esta relación para dos tipos de derivados: las opciones y los futuros<sup>106</sup>.

#### 3.2.1. Relación negativa: Chatrath, Ramchander y Song

Por ejemplo, Chatrath *et al.* (1995) investigan si, efectivamente, el uso de opciones sobre índices bursátiles conlleva un aumento de la volatilidad de dichos índices. Realizan esta investigación para el caso concreto del índice S&P 100 y las opciones sobre dicho índice durante un periodo de tiempo de, aproximadamente, 10 años (del 22 de febrero de 1984 al 1 de noviembre de

---

<sup>106</sup> Así, aunque los *swaps* parecen ser el principal tipo de derivado utilizado en las relaciones financieras con las economías emergentes asiáticas, no parece que se haya comprobado, hasta la fecha, su posible impacto en la volatilidad.

1993). Para calcular la volatilidad, los autores recurren a tres medidas: cambio diario máximo en la rentabilidad del índice, cambio diario máximo ajustado y diferencia, en términos absolutos, entre el precio al cierre y el precio al cierre del día anterior. Tras calcular la relación entre cada uno de estos índices y el uso de opciones sobre dichos índices (mediante un sistema de autorregresión vectorial, VAR), el estudio llega a las siguientes conclusiones. En primer lugar, es el aumento de la volatilidad del subyacente el que provoca un incremento en el volumen de negocio de sus correspondientes opciones. En otras palabras, el aumento de la volatilidad da lugar a un aumento en el uso de derivados<sup>107</sup>. En segundo lugar, a dicho aumento en el uso de opciones, le sigue una disminución de la volatilidad. Esto es, según el estudio de Chatrath *et al.* (1995), no solamente el uso de derivados no da lugar a un incremento del riesgo (para el caso particular del índice S & P 100 y las opciones de compra y venta sobre dicho índice) sino que contribuye a disminuirlo (esto es, cumple la función para la que fueron creados).

### 3.2.2. Estudio no concluyente: Jochum y Kodres

Otro estudio sobre el impacto del uso de derivados en sus subyacentes es el realizado, posteriormente, por Jochum y Kodres (1998). Su estudio se basa en otro tipo de derivados: los futuros. Los autores analizan si el aumento del volumen del mercado de futuros sobre divisas aumenta la volatilidad en su correspondiente mercado de divisas *spot*. El análisis, que cubre un periodo de dos años (del 1 de enero de 1995 al 28 de febrero de 1997), se centra en el comportamiento de tres divisas pertenecientes a economías no industrializadas (el real brasileño, el peso mexicano y el forint húngaro) ya que Jochum y Kodres (1998) pretenden cubrir la laguna existente en este campo, y es que la mayoría de los estudios realizados con anterioridad se refieren únicamente a

---

<sup>107</sup> Lo cual resulta lógico: recuérdese que en el análisis teórico del capítulo anterior, el uso de derivados es también consecuencia del aumento de la volatilidad en los mercados financieros (a raíz del colapso del sistema de Bretton Woods).

divisas pertenecientes a países ricos. Gran parte de los países subdesarrollados y economías emergentes anclan sus monedas a divisas más fuertes –el real, el peso y el forint no son una excepción– por lo que la volatilidad nominal de este tipo de monedas es casi inexistente. Por tanto, en este test, se realiza, en primer lugar, una estimación de la volatilidad de las monedas estudiadas mediante un modelo ARCH. Posteriormente, para estimar la causalidad entre el uso de futuros sobre divisas y la volatilidad de las divisas subyacentes, se utilizan tres técnicas econométricas. La primera es una autorregresión vectorial (VAR) que permitirá saber si hay relación entre los dos mercados. La segunda es la descomposición de dicha autorregresión en tres factores –la volatilidad del mercado *spot*, la volatilidad del mercado a futuros y el volumen de transacciones en el mercado a futuros– de modo que se pueda saber cuál es el peso relativo de cada uno de los tres factores. La tercera y última técnica es un test directo del efecto direccional en el mercado *spot* de la introducción del mercado a futuros correspondiente.

El test de Jochum y Kodres (1998) arroja los siguientes resultados. En primer lugar, existe una fuerte relación entre el mercado *spot* y el mercado a futuros para las tres monedas, en particular para el real brasileño. En segundo lugar, la descomposición en tres factores revela que, para el caso del peso mexicano, el mercado *spot* no se ve influido en gran medida por el mercado a futuros. Los mercados del real brasileño y del forint húngaro presentan características opuestas: el mercado *spot* sí se ve influido por los cambios que se produzcan en el mercado a futuros, aunque este impacto parece darse sólo a corto plazo. Los autores concluyen que los mercados a futuros no tienen un impacto significativo en la evolución de la volatilidad en sus correspondientes mercados *spot*.

El trabajo de Jochum y Kodres (1998) recoge los resultados de estudios econométricos previos que pretenden averiguar si el uso de derivados incide en un aumento de la volatilidad de los mercados financieros. Al igual que los dos

estudios repasados, estos trabajos se centran en investigar el impacto del uso de derivados en la volatilidad del precio de sus correspondientes subyacentes. El *survey* llevado a cabo por Jochum y Kodres (1998) revela que no existe consenso sobre el impacto del uso de derivados en la volatilidad del precio de sus subyacentes. De los ocho trabajos que revisan Jochum y Kodres (1998), cuatro afirman que los derivados dan lugar a una disminución de la volatilidad, uno sostiene que la volatilidad no se ve afectada y tres que la volatilidad se ve incrementada. Parece, además, que, hasta la fecha, sólo se han realizado dichos tests econométricos para las opciones y los futuros. Queda, pues, una laguna importante que cubrir, que es analizar el impacto del uso de *swaps* en la volatilidad de los precios de sus subyacentes. Esto es particularmente importante dado que la escasa información estadística que existe sobre los mercados de derivados financieros parece coincidir en que los *swaps* son el principal instrumento financiero derivado en los mercados emergentes (al menos en los de Asia oriental).

### 3.2.3. Conclusión

En el segundo capítulo de esta tesis se sostiene que, teóricamente, el uso de productos financieros derivados da lugar al aumento de la liquidez en los mercados financieros internacionales y a un aumento del riesgo y la volatilidad en dichos mercados (a pesar de que la aparición de derivados también sea consecuencia del aumento del riesgo). En la primera parte de este epígrafe, se ha llegado a la conclusión de que el incremento del uso de productos financieros derivados da lugar, efectivamente, a un aumento de la liquidez internacional, dado el volumen y las características de los mercados de derivados.

No obstante, una vez más, la única conclusión que puede extraerse de la relación entre derivados y volatilidad, desde el punto de vista empírico, es que no hay conclusión posible; al menos, de momento. En efecto, en primer lugar,

las estadísticas sobre derivados son demasiado escasas. Además, los derivados de tipo OTC están cobrando popularidad y su propia naturaleza hace que sea especialmente difícil obtener información acerca de sus efectos en otros índices como la volatilidad. En segundo lugar, son estas estadísticas las que sirven de base para realizar los tests econométricos que se acaban de repasar, con lo que los resultados de dichos tests no deberían ser tomados al pie de la letra. Es más, la falta de consenso en este tipo de literatura pone de manifiesto la evidente falta de información que existe aún sobre los derivados y sus efectos. En tercer lugar, los estudios econométricos repasados en este epígrafe y, también, los recogidos en Jochum y Kodres (1998) acotan en exceso el campo de investigación, pues se centran en estudiar el efecto del uso de un determinado tipo de derivado –ya sea una opción o un futuro– sobre un determinado tipo de activo –ya sean acciones, divisas, índice bursátil o tipo de interés– que es, además, su subyacente y en un determinado tipo de mercado –el real, el peso y el forint en el caso de Jochum y Kodres (1998)–. Además, en algunos casos como el de, una vez más, Jochum y Kodres (1998) el periodo de estudio es demasiado corto (dos años en este caso particular). Así pues, las conclusiones a las que pueda llegar este tipo de estudios no se pueden interpretar como la validación empírica de una hipótesis tan general como que el uso de derivados aumenta o disminuye la volatilidad en los mercados financieros internacionales. No pudiendo corroborar, desde una perspectiva empírica, que el uso de derivados da lugar a un aumento de la volatilidad, falta, pues, estudiar la evolución de los fondos de inversión colectiva y su impacto en la volatilidad de los mercados en un contexto de globalización financiera.

## 4. FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA

### 4.1. Importancia de los fondos de inversión colectiva en las relaciones financieras internacionales

Respecto a este tema, también escasean los trabajos de investigación que analicen (o permitan analizar) el peso y la evolución de los fondos de inversión colectiva. Además, los únicos estudios que se han encontrado sobre este tema se refieren principalmente a un tipo particular de fondos de inversión colectiva, los fondos de cobertura (o *hedge funds*); mientras que la participación en los mercados internacionales de otros fondos, como pueden ser los fondos de pensiones o las mutuas, parece quedar excluida de la literatura empírica.

Existen, según Lobejón (2000), dos características de las relaciones financieras internacionales que resultan cruciales para el estudio del comportamiento de los inversores en los mercados financieros internacionales. La primera de ellas es que dichas inversiones transfronterizas se hacen al “por mayor”. En otras palabras, en estos mercados, predominan los grandes agentes, es decir, los fondos de inversión colectiva y los grandes bancos (frente a los pequeños inversores individuales). Es más, el autor también señala que, en los últimos años, los fondos de inversión colectiva han cobrado mayor protagonismo en dichos mercados, frente a los grandes bancos internacionales. La segunda característica, también señalada por Sánchez Daza y Sánchez Tabarés (2000) consiste en que existe una fuerte y progresiva concentración del capital financiero internacional en pocas manos<sup>108</sup>. Estos dos datos son importantes porque implican que el estudio de los grandes inversores (su tamaño y su comportamiento) es suficiente para dar una imagen de cómo se producen las relaciones financieras a escala global. Por ejemplo, para saber si predominan comportamientos de *herding* en las relaciones financieras

---

<sup>108</sup> Esta progresiva concentración se produce, básicamente, a raíz de una sucesión de fusiones de este tipo de entidades desde mediados de los noventa (Lobejón, 2000).

internacionales, basta estudiar si se producen dichos comportamientos entre los principales fondos de inversión colectiva.

Según Lobejón (2000), los grandes inversores que dominan la escena internacional son, en su gran mayoría, estadounidenses y la participación del conjunto de los fondos de inversión colectiva en los mercados financieros internacionales ha pasado del 5% en 1980 al 20% a finales de los noventa. Apenas existen estudios que describan el peso actual y la evolución de los distintos tipos de fondos de inversión colectiva. Lobejón (2000) y otros autores como Eichengreen y Mathieson (1999) han estudiado más en detalle un tipo determinado de fondos de inversión, que son los fondos de cobertura (*hedge funds*). No obstante, no se entrará en detalles sobre estos fondos porque, como afirman ambos trabajos, son precisamente el único tipo de fondos cuyo *modus operandi* no desestabiliza los mercados en los que operan. En efecto, los fondos de cobertura se caracterizan por actuar contra la tendencia general. En otras palabras, si los inversores internacionales están vendiendo masivamente una determinada moneda, dichos fondos de cobertura se dedicarán a comprarla. En este sentido, puede decirse que actúan como agentes estabilizadores del mercado.

#### 4.2. Fondos de inversión colectiva y volatilidad

Queda, pues, repasar la literatura econométrica que ha estudiado el impacto del comportamiento de los fondos de inversión colectiva en la estabilidad de los mercados financieros internacionales. En el capítulo 2, se llegó a la conclusión de que existían dos vías mediante las cuales la actuación de los fondos de inversión que operan a escala mundial podía dar lugar a un aumento del riesgo y la volatilidad en los mercados financieros. La primera de estas vías es mediante su poder de mercado. Según Lobejón (2000), el peso de este tipo de inversores ha aumentado sensiblemente en los últimos años y, además, se ha producido un proceso de concentración del capital financiero en

pocos fondos. Resultaría lógico, pues, que los fondos de inversión colectiva estuvieran adquiriendo poder para forzar al alza o a la baja los precios de los activos que transan. La segunda vía mediante la cual los fondos de inversión colectiva inciden, teóricamente, en un aumento del riesgo en los mercados financieros internacionales es mediante el comportamiento de *herding*. Tanto la existencia de *herding* (y, como se verá, de *feedback trading*) como la posibilidad de que los fondos de inversión colectiva hayan ganado poder de mercado han sido investigadas por la literatura empírica. No obstante, una vez más, y como ha ocurrido con los demás vínculos causales que se ha tratado de contrastar en este capítulo, no existe consenso sobre si los fondos de inversión colectiva tienden a desestabilizar los mercados financieros, o no. Se repasan, a continuación, algunos de estos estudios.

#### 4.2.1. Relación negativa: Edwards y Zhang y Brown, Goetzmann y Park

Entre los autores que sostienen que los fondos de inversión colectiva no son agentes desestabilizadores, se encuentran Edwards y Zhang (1998) y Brown *et al.* (1998). Edwards y Zhang (1998) estudian si estos fondos son desestabilizadores contrastando empíricamente (mediante un modelo econométrico) si un determinado tipo de fondos –esto es, las mutuas– tienen poder de mercado –es decir, si tienen la capacidad de alterar los precios de los bonos y de las acciones en los mercados financieros internacionales–. La técnica que emplean los autores es relacionar los flujos (de compras y ventas) de las mutuas, agregados mensualmente, con los rendimientos de las acciones y los bonos en los mercados en los que operan las mutuas. Esta relación se evalúa para un periodo de 30 años (de enero de 1961 a enero de 1991) y mediante dos tipos de regresiones estadísticas: la causalidad de Granger y el análisis de variables instrumentales.

Los dos métodos estadísticos arrojan los mismos resultados y son los siguientes. En primer lugar, Edwards y Zhang (1998) llegan a la conclusión de

que ni las ventas de bonos ni las de acciones por parte de las mutuas tienen efectos significativos en los precios de estos activos; exceptuando el periodo enero de 1971 - diciembre de 1981. En segundo lugar, los autores observan que la relación se da, más bien, al revés, esto es, que las subidas (bajadas) en los precios de bonos y acciones determinan las compras (ventas) de este tipo de activos por parte de las mutuas. Los propios autores admiten que los resultados de su estudio no arrojan demasiada luz sobre el impacto de la existencia de los fondos de inversión colectiva en la estabilidad de los mercados financieros internacionales. Esto es así porque el tipo de fondo de inversión que han elegido Edwards y Zhang (1998) para su estudio son las mutuas y éstas no tienen un peso destacado en los mercados financieros: tan sólo representan un segmento de mercado del 10%-15%, muy por detrás de, por ejemplo, los fondos de pensiones. No obstante, lo que sí pone de manifiesto este estudio es que las mutuas incurren en cierto *feedback trading*. El *feedback trading* es un comportamiento que da lugar a que la tendencia que están siguiendo los precios de los activos en un determinado momento se vea reforzada. El *herding* es, pues, un tipo de *feedback trading*. El hecho de que las mutuas compren cuando los precios suben y vendan cuando los precios bajan indica que siguen un comportamiento de *feedback trading*.

Brown *et al.* (1998) coinciden con Edwards y Zhang (1998) en que los fondos de inversión colectiva no desestabilizan los mercados de capitales. Para sostener su hipótesis, estudian si los fondos de cobertura desempeñaron algún papel en el ataque especulativo que se desencadenó contra el ringgit malayo en 1997. Para ello, obtienen información de los 10 mayores fondos de cobertura que operan en los mercados de divisas. Los autores concluyen que las posiciones de los fondos de cobertura fluctúan con gran intensidad pero que su actividad no se puede asociar a los fuertes movimientos que sufrió el valor del ringgit en pleno ataque especulativo. Este resultado no es en absoluto sorprendente. Ya se ha señalado que, según Lobejón (2000) y Eichengreen y Mathieson (1998), los fondos de cobertura son agentes estabilizadores, que

compran cuando el resto de los agentes vende y que venden cuando el resto de los agentes compra. Por tanto, resulta prácticamente imposible que, si se desencadena un ataque especulativo contra una moneda, los fondos de cobertura participen en él. En cualquier caso, el estudio de Brown *et al.* (1998) tampoco permite concluir que los fondos de inversión, tomados en su conjunto, tengan una función estabilizadora en los mercados financieros internacionales.

#### 4.2.2. Relación positiva: Kim y Wei y Sias

Entre los autores que opinan que los fondos de inversión colectiva sí contribuyen a desestabilizar los mercados se encuentran Choe *et al.* (1998), Kim y Wei (1999), Lakonishok *et al.* (1992) y Grinblatt *et al.* (1995). Todos ellos hallan evidencia de comportamientos de *herding* en determinados inversores colectivos domiciliados en Estados Unidos y el Reino Unido. Kim y Wei (1999), por su parte, comparan el comportamiento de estos fondos con el de otros fondos con distinta domiciliación. Estos últimos autores analizan el comportamiento de los fondos de inversión *offshore*<sup>109</sup> en Corea del Sur durante un periodo de tiempo de, aproximadamente, dos años (desde finales de 1996 hasta finales de 1998), que comprende la crisis que sufrió Corea a finales de 1997. Asimismo, comparan la actuación de estos fondos de inversión<sup>110</sup> con la de fondos *onshore*<sup>111</sup>; en concreto, con la de aquellas mutuas o *unit trusts*

---

<sup>109</sup> Un fondo *offshore* es, en realidad, un fondo no residente. Por ejemplo, un fondo considerado no residente en Corea del Sur (a diferencia de un fondo residente u *onshore*) es cualquier tipo de fondo que opere en los mercados coreanos pero con domicilio fiscal fuera de este territorio (sea cual sea este otro territorio). No obstante, Kim y Wei (1999) califican de no residentes (u *offshore*) exclusivamente a los fondos domiciliados en paraísos fiscales. Este tipo de fondos está domiciliado en paraísos fiscales no solamente por motivos impositivos sino también porque, de este modo, le es más fácil eludir las normativas nacionales que regulan las actuaciones de los fondos de inversión. Su actividad inversora suele realizarse a nivel internacional.

<sup>110</sup> Los fondos *offshore* a los que se refieren los autores son 77 en total y están domiciliados en Bahamas, Bermudas, Islas Caimán, Guernsey, Islas del Canal...

<sup>111</sup> En principio, los fondos *onshore* o residentes en Corea serían los fondos domiciliados fiscalmente en Corea del Sur. Pero según los autores son *onshore* los fondos no domiciliados en paraísos fiscales.

registrados en Estados Unidos, Reino Unido, Hong Kong y Singapur<sup>112</sup> que invirtieron durante el periodo de estudio en Corea del Sur.

De esta comparación, se llega a las siguientes conclusiones. En primer lugar, según los autores, los fondos *offshore* negocian más intensamente. En segundo lugar, el conjunto de fondos formado por los fondos norteamericanos e ingleses que participaron en los mercados coreanos durante el periodo de tiempo señalado adoptó comportamientos de *feedback trading* y dichos comportamientos se acentuaron en el momento de la crisis. En tercer lugar, Kim y Wei (1999) observan la existencia de *herding* tanto entre los fondos *offshore* como entre los fondos pertenecientes al grupo de fondos estadounidenses y británicos. No obstante, según los autores, no se observan comportamientos de *herding* en los fondos asiáticos. Esta última conclusión indica, asimismo, la existencia de asimetría de la información ya que el comportamiento de *herding* es una forma de actuar ante la escasez de información y, por lo que sugieren Kim y Wei (1999), los que carecen de dicha información son los inversores que no están domiciliados en la región y que, por lo tanto, no suelen operar en los mercados asiáticos, esto es, los fondos *offshore* y los norteamericanos e ingleses.

Una vez más, debe calibrarse la capacidad de las conclusiones del estudio para respaldar la hipótesis más general de que los fondos de inversión contribuyen a un aumento del riesgo y la volatilidad en los mercados financieros. Para empezar, el estudio se refiere solamente a determinados tipos de fondos (*offshore*, *unit trusts*, mutuas). Kim y Wei (1999) justifican la omisión de los demás fondos amparándose en el argumento de que en Corea y en el periodo de tiempo al que se refieren, no había una presencia significativa de otro tipo de inversores –como fondos de pensiones, compañías de seguros,

---

<sup>112</sup> Los fondos *onshore* se dividen en dos grupos: aquéllos domiciliados en Estados Unidos y Reino Unido (783 fondos en total) por una parte y, por otra, los que están domiciliados en Singapur y Hong Kong (36 fondos).

bancos comerciales o de inversión–. Pero es que la muestra para la que se realiza el estudio está demasiado restringida, tanto geográfica como temporalmente: no se pueden sacar conclusiones generales (para todos los fondos, en todos los mercados y en cualquier momento) a partir de cómo se comportaron algunos fondos de inversión en Corea entre 1996 y 1998.

El autor que, quizás, evalúa de forma más general el impacto de los fondos de inversión colectiva en la estabilidad de los mercados financieros es Sias (1996). La relación que el autor trata, desde el punto de vista empírico, es la que une los fondos de inversión colectiva, en su conjunto, con el comportamiento del riesgo en los mercados en los que éstos actúan, independientemente de mediante qué vías (poder de mercado, *herding*) se transmita dicho riesgo. Sias (1996) evalúa esta relación para todos los títulos registrados en la bolsa de Nueva York para el periodo comprendido entre 1977 y 1991 (15 años). En primer lugar, el autor estima la volatilidad en dicho mercado de valores<sup>113</sup> para, en segundo lugar, evaluar (mediante una regresión estadística) si existe relación entre el riesgo y la presencia de inversores institucionales. Sias (1996) llega a la conclusión de que sí existe una relación entre ambas variables. En tercer lugar, el autor analiza qué variable precede cuál; esto es, si la presencia de fondos de inversión colectiva provoca un aumento de la volatilidad en los mercados financieros o, si por el contrario, es el riesgo elevado el que atrae a este tipo de inversores. Según este estudio, son los inversores los que provocan el aumento del riesgo en los mercados financieros.

#### 4.2.3. Conclusión

Para concluir este epígrafe, hay que enfrentarse a los mismos problemas a los que ha habido que enfrentarse en epígrafes previos, y es que difícilmente

---

<sup>113</sup> El índice de la volatilidad se basa en el cálculo de la desviación típica respecto de la media semanal.

se puede llegar a una conclusión. No se puede afirmar con rotundidad que los fondos de inversión colectiva provoquen una mayor volatilidad en los mercados en los que operan. Una vez más, los estudios empíricos no se ponen de acuerdo y, si bien existen trabajos que afirman que esta relación se da, también existen investigaciones que sostienen la hipótesis contraria. Además, todos los estudios repasados en este epígrafe presentan (como se ha ido viendo) una deficiencia que debe considerarse fundamental y que impide interpretar sus resultados como conclusiones más generales. Y es que la mayoría de los estudios (excepto Sias, 1996) se refieren a tipos concretos de fondos de inversión: Brown *et al.* (1998) sólo se refieren, en su estudio, a los fondos de cobertura; Edwards y Zhang (1998) a las mutuas y Kim y Wei (1999) a los fondos *offshore*, los *unit trusts* y las mutuas. Al referirse, estos estudios, al *modus operandi* de un determinado tipo de fondos, no se pueden sacar conclusiones para todos los fondos de inversión en su conjunto; ya se ha visto que, por ejemplo, los fondos de cobertura se comportan de modo distinto a los demás fondos. Además, del mismo modo que ocurre en otros estudios repasados en este epígrafe, algunos de estos trabajos realizan los cálculos para períodos de tiempo demasiado cortos que no pueden resultar suficientemente representativos. Por ejemplo, Brown *et al.* (1998) sólo observan la época del ataque especulativo contra el ringgit y Kim y Wei (1999) sólo estudian el periodo 1996-1998.

## CONCLUSIÓN

En este capítulo se ha puesto de manifiesto que existe, en la actualidad, un proceso de globalización financiera que se inició a principios de los setenta y que se manifiesta, sobre todo, en un aumento de los flujos de capital, y en particular de la liquidez, a escala internacional. El capital que se internacionaliza es, sobre todo, capital a corto plazo y/o volátil (derivados, títulos de cotización oficial, préstamos a corto plazo) que, además, cambia frecuentemente su destino de inversión. Esto último se demuestra con el hecho de que el proceso de globalización financiera no se ha acompañado, paralelamente, de un proceso similar de globalización productiva. Esto es, la inversión productiva sigue siendo fundamentalmente local.

Dejando de lado el comportamiento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y varios vínculos causales que ni siquiera han podido ser contrastados<sup>114</sup>, no se han podido extraer demasiadas conclusiones de peso sobre la existencia y el comportamiento de otras variables incluidas en el esquema teórico. Por lo que respecta a la volatilidad y el riesgo, este estudio no permite concluir que estas variables hayan aumentado a raíz del proceso de globalización financiera. Tampoco se ha podido demostrar empíricamente la existencia de los factores que promueven, en teoría, dicho aumento de la volatilidad y el riesgo, exceptuando el mayor uso de productos financieros derivados<sup>115</sup>, ni los vínculos que unen estas variables con la volatilidad y el riesgo.

---

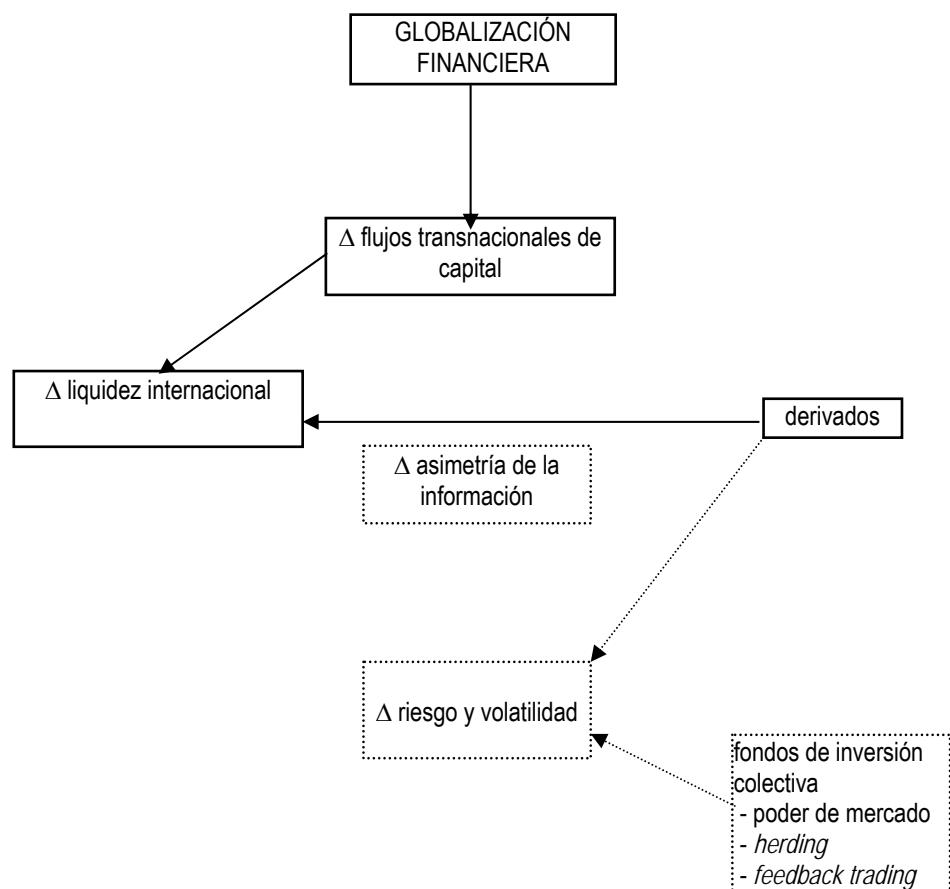
<sup>114</sup> Estos vínculos son, en primer lugar, los que relacionan el aumento de la incertidumbre con otras variables, es decir, el impacto en la incertidumbre del riesgo y la volatilidad y del aumento en el uso de derivados financieros y la relación entre la incertidumbre y la asimetría de la información. En segundo lugar, tampoco han sido contrastados los vínculos entre los flujos internacionales de capital y la asimetría de la información, entre la liquidez internacional y la asimetría de la información, entre la liquidez internacional y el comportamiento de los fondos de inversión colectiva, entre la asimetría de la información y el riesgo y la volatilidad ni, por último, el impacto de dicho riesgo en el uso de productos financieros derivados.

<sup>115</sup> No se ha podido demostrar el aumento de la asimetría de la información ni el comportamiento gregario ni el poder de mercado de los fondos de inversión colectiva.

Todo esto responde a los problemas, ya mencionados, de escasez y heterogeneidad de la información estadística, de imperfección de las técnicas econométricas empleadas, de carencia o falta de consenso en la elaboración de índices y de escasez generalizada de estudios empíricos que analicen las variables y vínculos planteados en este capítulo. Por ejemplo, la escasez de estadísticas hace imposible la obtención de una imagen precisa del comportamiento de los fondos de inversión colectiva. Asimismo, la heterogeneidad de los datos estadísticos existentes lleva, por ejemplo, a que no se tenga información fiable sobre la magnitud de la participación de las economías emergentes en los mercados de derivados. Recuérdese que la participación de Corea del Sur es menor según datos del BPI que según la información contenida en la prensa diaria financiera. Por lo que respecta a la elaboración de índices, los problemas a los que ha habido que hacer frente están relacionados tanto con la ausencia de estos índices para variables como la incertidumbre o la asimetría de la información como con el exceso de índices para medir, por ejemplo, la volatilidad. En cualquier caso, como se ha mencionado en muy diversas ocasiones a lo largo de este capítulo, hay una notable escasez de literatura empírica sobre estos temas, lo cual no deja de ser sorprendente, dada la magnitud del fenómeno de la globalización financiera y, por tanto, de las consecuencias que puede tener dicho fenómeno en otras variables.

Así, la obtención de unos resultados más contundentes sobre la existencia de estas variables y de las relaciones causales que las unen pasa por la superación de estos problemas: una mayor proliferación y homogeneidad de los datos estadísticos, el progreso en la elaboración de índices y en las técnicas econométricas en general, y un mayor interés por el estudio empírico de las consecuencias de la globalización financiera en el comportamiento de los mercados financieros internacionales que cubra las lagunas existentes en la actualidad sobre este tema.

Gráfico 3.1. Globalización financiera y volatilidad en los mercados financieros internacionales (a)



(a) Los cuadrados y las flechas con líneas de puntos indican que la existencia de estas variables o de estos vínculos no ha podido ser demostrada.

## **CAPÍTULO 4**

### **LA CRISIS DE MÉXICO (1994):**

#### **FACTORES INTERNOS Y ESTALLIDO DE LA CRISIS**

Según el marco teórico propuesto en la primera sección de esta tesis, existe una serie de mecanismos mediante los cuales la globalización financiera puede dar lugar al deterioro de los balances bancarios de una economía emergente recientemente liberalizada. Estos mecanismos son los que en el segundo capítulo de esta tesis se han denominado la vía nacional o interna. Además, en teoría, el deterioro de los balances, por sí solo o sumado a la incertidumbre de los mercados financieros internacionales, provoca un aumento del riesgo de crisis en la economía emergente que ha sufrido dicho deterioro. Si se da un cambio en las expectativas de los agentes privados, el riesgo de crisis provoca el estallido de una crisis financiera.

La finalidad de este cuarto capítulo es contrastar dicha vía interna, y los posteriores pasos que conducen al estallido de la crisis, con la crisis financiera sufrida por México en 1994. Ya se ha señalado que, en principio, la vía externa puede darse en cualquier momento del tiempo y para todas las economías insertadas en el proceso de globalización financiera, independientemente de su nivel de desarrollo. No ocurre lo mismo con la vía interna. La vía interna sólo puede desencadenarse a raíz de la apertura financiera promovida por el proceso de globalización financiera. En otras palabras, al igual que la vía externa, la vía interna sólo puede darse en un país cuando éste se ha insertado en el proceso de globalización financiera. Pero, a diferencia de la vía internacional, la vía nacional se genera cuando dicha inserción es reciente, esto es, cuando la economía está recientemente liberalizada. Además, como ya se ha señalado en repetidas ocasiones, la vía interna sólo puede darse en economías emergentes, a diferencia de la vía internacional que, en principio, afecta a todas las economías que participan en la globalización financiera, independientemente de su nivel de desarrollo.

A diferencia de lo que ocurre en el capítulo anterior con la vía internacional, sí ha sido posible contrastar empíricamente la vía nacional propuesta en el esquema teórico y los mecanismos que conducen del aumento del riesgo de crisis al estallido de ésta. Esta vía nacional queda pues demostrada, al menos, para el caso concreto de la crisis mexicana de 1994. La mayoría de las variables y de las relaciones causales que las unen, según el marco teórico, se comprueban para el estudio mencionado. Existen, no obstante, algunas variables y vínculos que no han podido ser contrastados ni demostrados. Es el caso de las variables pertenecientes a la vía internacional que también participan en la vía nacional. Recuérdese que, según el marco teórico, el aumento de la liquidez internacional y el empeoramiento de la asimetría de la información contribuyen a determinar las características de la entrada masiva de capital y que el incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales promueve, en parte, unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas (gráfico 2.4). En el capítulo anterior no se pudo demostrar empíricamente ni el empeoramiento de la asimetría de la información ni el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, por lo que sus respectivos vínculos con las entradas de capital extranjero y con las expectativas de rentabilidad tampoco podrán ser demostrados en este capítulo. Pero recuérdese que en el capítulo 3 sí se pone de manifiesto la explosión de liquidez internacional que coincide con el actual proceso de globalización financiera. Por tanto, sí se podrá demostrar su influencia en el volumen y la composición de las entradas de capital extranjero recibidas por México en los años previos al estallido de la crisis financiera de 1994.

Además de que algunas variables propuestas en el modelo teórico no se comprueban en el estudio realizado a continuación, existen, como se verá más adelante, otras variables no previstas en la propuesta teórica pero que surgen en el estudio empírico y que contribuyen a explicar lo ocurrido en México en

1994. Por ejemplo, la reestructuración de la deuda y el proceso de privatización promovieron la entrada masiva de capital extranjero y la esterilización incompleta de las entradas de capital contribuyó al *boom* de crédito (gráfico 4.8)<sup>116</sup>.

En definitiva, puede decirse que la vía de propagación interna mediante la cual la globalización financiera contribuye a aumentar el riesgo de crisis y los mecanismos que llevan de dicho riesgo al estallido de la crisis sí se demuestran para la crisis de México de 1994 (gráfico 4.8). A continuación, se estudia la vía interna. En primer lugar se hace un breve resumen de la reforma estructural y del proceso de liberalización financiera llevados a cabo por México desde finales de los ochenta (epígrafe A) para luego estudiar con detalle las características de la entrada de capital extranjero y los factores que la promovieron (epígrafe B). En tercer lugar, se analiza el *boom* de crédito, fruto, entre otros factores, de la entrada masiva de capital extranjero (epígrafe C). El último elemento de la vía interna es el deterioro de los balances bancarios que, en México y en los momentos previos al estallido de la crisis, se manifestó en el aumento del desajuste de monedas y en el empeoramiento de la calidad de los activos (epígrafe D).

Después de contrastar empíricamente la vía interna, se procede a analizar los mecanismos que llevaron del deterioro de los balances al estallido de la crisis a principios de 1994. El primer paso hacia la crisis fue el aumento de la vulnerabilidad financiera que fue el resultado de los mecanismos y variables que surgen de la vía interna sumados a otros parámetros fundamentales deficientes como el déficit por cuenta corriente o la apreciación del peso

---

<sup>116</sup> Podría decirse que la reestructuración de la deuda y la privatización de las empresas públicas están incluidas, en cierto modo, en el marco teórico de esta tesis al formar parte de la reforma estructural. Pero recuérdese que el papel de la reforma en el marco teórico es el de generar confianza en los inversores externos. Como se verá más adelante, tanto la reestructuración de la deuda como el proceso de privatización, si bien sirvieron para generar confianza, también tuvieron otros efectos en la entrada de capitales.

(epígrafe E). Por último, se repasan las circunstancias en las que se produjeron los primeros ataques especulativos contra la moneda y los activos mexicanos así como el cambio de expectativas de los agentes financieros que pudo dar lugar a dichos ataques (epígrafe F).

## A. REORIENTACIÓN DE LA POLÍTICA ECONÓMICA Y REFORMA ESTRUCTURAL

México, del mismo modo que otros países latinoamericanos, sufrió una grave crisis de deuda en el año 1982 que no solamente sumió al país en un largo periodo de recesión económica (posteriormente denominado “década perdida” por la CEPAL) sino que, además, puso de manifiesto, al menos a los ojos de los responsables de política económica del país (o a los ojos del Fondo Monetario Internacional, FMI), el fracaso de una política de desarrollo basada en la ISI (industrialización por sustitución de importaciones) (Dornbusch y Werner, 1994; OCDE, 1996). En consecuencia, la década de los ochenta supuso un cambio de rumbo en la política económica mexicana, dando lugar a una reforma estructural que se plasma en dos paquetes de políticas. Por una parte, el enfoque de las políticas desarrollistas cambia sustancialmente, los responsables de política económica abandonan las medidas económicas basadas en la ISI y deciden abrir su país al exterior, mediante la liberalización comercial y financiera. Por otra parte, el control de la inflación y, en términos más generales, la estabilización macroeconómica, se convierten en objetivos prioritarios, sobre todo a raíz de los nuevos *shocks* sufridos en 1986 y 1987 (OCDE, 1996). Sobre esto, conviene señalar que, en 1987, la inflación en México alcanzó 160%, una cifra que no se daba desde la revolución de 1910 (OCDE, 1996). La lucha contra la inflación se concretó en unas políticas monetaria y fiscal restrictivas, en la adopción de un régimen cambiario de paridad fija<sup>117</sup> y en una política de liberalización comercial. La mayor parte de estas medidas estaban contenidas en el llamado Pacto, un programa de estabilización que se inició en 1987 y que duraría hasta 1993<sup>118</sup>.

A continuación, se detallarán los factores que subyacen al giro, en los ochenta, de la política económica mexicana y la consecuente reforma

---

<sup>117</sup> O, en ocasiones, semi-fija.

<sup>118</sup> Los detalles sobre el Pacto están recogidos en el texto de Dornbusch y Werner (1994).

estructural; destacando el papel del proceso de globalización económica iniciado en los setenta. En segundo lugar, se estudiarán las medidas concretas adoptadas en el marco del proceso de liberalización financiera.

## 1. CAUSAS DE LA REFORMA ESTRUCTURAL

En el segundo capítulo de esta tesis se sostiene que los procesos de liberalización financiera suelen iniciarse como parte de una reforma económica de mayor amplitud y como respuesta a la presión del proceso de globalización financiera. Puede decirse que el caso de la reforma en México (tanto estructural, en general, como financiera, en particular) responde a este esquema. Por una parte, la existencia de un proceso de globalización financiera con las características descritas en el capítulo anterior (capítulo 3, epígrafe A) implica que los países con necesidad de financiación externa deben competir más duramente para captar dicha financiación. Como se verá más adelante, en la primera mitad de los años noventa, México necesitaba financiación extranjera dados los bajos niveles de ahorro interno. La mayor competencia generada por la globalización financiera significa que, en presencia de esta necesidad, las autoridades de la economía con déficit de financiación deben emprender reformas de gran envergadura dirigidas a una mayor liberalización de la economía, sobre todo en el terreno financiero. Por otra parte, el actual proceso de globalización financiera también implica que, al margen de las necesidades internas que pueda tener una economía emergente o un país subdesarrollado, la presión externa para liberalizar la economía será mayor. Esta presión internacional suele provenir de los principales socios comerciales o de los organismos internacionales de los que forma parte (o pretende formar parte) el país en cuestión. En el caso de México, puede decirse (como se verá a continuación) que dicha presión internacional provino del GATT (*General Agreement on Tariffs and Trade*), de la OCDE pero, sobre todo, del TLCAN (Tratado de Libre Comercio de América del Norte). En definitiva, puede

decirse que la reforma estructural en México es el fruto de la presión por parte de algunos organismos internacionales sumada a unas necesidades internas.

Por lo que respecta a la presión internacional, parece que, tanto el ingreso de México en el GATT en 1986, como la aprobación de su ingreso en el TLCAN en 1993, o la adhesión a la OCDE en 1994, ejercieron cierta presión en el diseño de la nueva política económica mexicana. En este sentido, la propia OCDE afirma que “quizás, lo más influyente de todo desde la perspectiva de la formulación de la política económica ha sido la adhesión al Tratado de Libre Comercio del Atlántico Norte (TLCAN) (...). La adhesión al GATT en 1986 y la participación activa en la Ronda Uruguay también han contribuido a la formulación de la política económica” (OCDE, 1996, p. 10). Si bien, en este caso, la OCDE se refiere, sobre todo, a las presiones ejercidas en materia de política comercial, se puede deducir que si los organismos internacionales de los que forma parte México pudieron ejercer cierta influencia en el diseño de la política comercial del país, esta presión pudo ampliarse a otros tipos de medidas económicas.

Así, según Lustig y Ros (2000), con la decisión de adherirse al TLCAN, la normativa de dicho tratado se convirtió en el marco institucional básico no solamente en materia de política comercial, sino también en lo que se refiere a las relaciones financieras de México con el extranjero –independientemente de que el acuerdo fuera un acuerdo fundamentalmente comercial–. Dicho marco incluía, evidentemente, un régimen de libre movilidad de bienes y de dinero con los Estados Unidos. Esto queda patente en un informe del año 1993 realizado por el Congreso norteamericano: “La clave de la estrategia de desarrollo para México está en atraer y absorber productivamente capital extranjero. Además de hacer a México más atractivo para los inversores estadounidenses, el TLCAN reduce las dudas que otros inversores extranjeros podrían tener acerca de la sostenibilidad de las reformas económicas mexicanas” (citado en Blecker, 1996, p. 13). A pesar de que el ingreso en el

TLCAN no se produciría hasta el 1 de enero de 1994, es muy probable que la idea de adherirse a dicho acuerdo determinara en gran medida las políticas de reforma adoptadas por México a finales de los ochenta y, sobre todo, a principios de los noventa. De hecho, la posibilidad de unirse al tratado ya existente entre Canadá y los Estados Unidos ya fue anunciada en 1990 y se negoció el ingreso durante los años 1991 y 1992, firmándose el acuerdo definitivo en diciembre de 1992.

Por su parte, Maxfield (1997) subraya la influencia del FMI en la política económica mexicana. Según la autora, las reformas financieras de 1988-1989 (que se verán con detalle a lo largo de este epígrafe A), están estrechamente ligadas a las negociaciones que México llevó a cabo, durante el mismo periodo, con el FMI; negociaciones cuya finalidad era obtener un crédito del organismo internacional. Al igual que la OCDE (1996), Gómez Alcázar (1995) señala que fue, sobre todo, el ingreso en el TLCAN el que influyó en el diseño de las políticas económicas adoptadas en la primera mitad de los noventa. Desde su punto de vista, el alcance de las políticas de liberalización emprendidas con miras al ingreso en la OCDE fue mucho menor que el de las políticas emprendidas con vistas al ingreso en el TLCAN. Cuando México empezó a negociar su ingreso en la OCDE ya se había realizado la negociación con el TLCAN y en ningún caso las exigencias de apertura y liberalización financiera de la OCDE superaron las exigencias ya planteadas por Estados Unidos y Canadá para la adhesión de México al TLCAN.

Por lo que se refiere a las necesidades internas, México había registrado, de forma tradicional y particularmente tras la crisis de la deuda de 1982, muy bajos niveles de ahorro interno. La única forma, pues, de recuperar altos niveles de inversión en el actual marco de globalización financiera era captando el ahorro externo (el norteamericano, en particular) y, para ello, era necesario desregular su sistema financiero y abrir su cuenta de capital. Así pues, según Maxfield (1997), las políticas financieras liberalizadoras se

adoptaron, sobre todo, ante la necesidad de recuperar la credibilidad frente a los inversores internacionales, de forma que se recuperaran los niveles de entrada de capital extranjero previos a la crisis de la deuda de 1982.

Por tanto, ante la carencia de ahorro interno para financiar el proceso de recuperación de la economía mexicana, parece que las autoridades mexicanas no tenían muchas opciones aparte de buscar ese ahorro en el extranjero. Dada la configuración de las relaciones económicas internacionales a finales de los ochenta y principios de los noventa (e, incluso, en la actualidad), puede decirse que la captación de ahorro externo pasaba necesariamente por el acercamiento económico a Estados Unidos, por el ingreso en organismos internacionales (como la OCDE) y por la adhesión a tratados de libre comercio (como el TLCAN). Este acercamiento económico a los Estados Unidos y a ciertos organismos internacionales supuso para México la aceptación de sus “reglas del juego”, que eran, fundamentalmente, la adopción de una política económica de corte neoliberal, incluyendo la apertura de sus relaciones comerciales y financieras externas. En definitiva, para suplir con ahorro externo la carencia de ahorro interno, México tuvo que pasar por la adhesión al proceso de globalización económica en general (y financiera en particular).

## 2. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA<sup>119</sup>

Aunque el objetivo de este epígrafe es analizar las principales medidas adoptadas en el proceso de liberalización financiera mexicano, no sobra decir que dicho proceso se caracteriza por su ritmo acelerado (Palazuelos, 2001). Efectivamente, puede hablarse de *big bang* (Montes-Negret y Landa, 1999) ya que el periodo de tiempo transcurrido entre los dos principales paquetes de medidas liberalizadoras –esto es, la desregulación completa de los tipos de interés y la privatización del sistema bancario– es de tan sólo tres años. La

---

<sup>119</sup> El detalle de las medidas adoptadas en el proceso de liberalización financiera en México ha sido extraído de Banco de México (1990b, 1991b, 1992b, 1993b, 1994b y 1995b).

privatización del sistema bancario se llevó a cabo en un tiempo récord incluso para patrones latinoamericanos (ver cuadros 4.1 y 4.2)<sup>120</sup>.

Cuadro 4.1. Privatización del sistema bancario en perspectiva comparada. México (activos bancarios privados / activos bancarios totales)

	1984	1994
Argentina	57,5%	52%
Brasil	20,49%	56,7%
Chile	45,3%	83,8%
Colombia	50%	74%
México	0%	100%

*Fuente: Maxfield (1997)*

Cuadro 4.2. Calendario de la privatización de la banca comercial. México

Banco	Fecha de venta
Mercantil de México	9 de junio de 1991
Banpaís	17 de junio de 1991
Cremi	23 de junio de 1991
Confia	4 de agosto de 1991
Banoriente	11 de agosto de 1991
Bancreser	18 de agosto de 1991
Banamex	26 de agosto de 1991
Bancomer	28 de octubre de 1991
BCH	10 de noviembre de 1991
Serfín	24 de enero de 1992

*Fuente: Banco de México (1992b)*

A mediados de siglo se implantaron en México una serie de medidas que limitaban las actuaciones de los bancos comerciales (Gruben y McComb, 1997). En primer lugar, el gobierno absorbía la totalidad del crédito interno por decreto, mediante la imposición de altos requisitos de reservas que se invertían en la compra de deuda pública. En segundo lugar, se mantenían techos a los tipos de interés de los bancos (tanto de activos como de pasivos) y, en tercer lugar, el gobierno determinaba unas cuotas de préstamos preferenciales a sectores prioritarios designados por el gobierno (los llamados “cajones”). Puede decirse, pues, que el sistema financiero que entró en crisis en el año

<sup>120</sup> La magnitud y velocidad del proceso de reprivatización no es una característica exclusiva del sector financiero: entre 1982 y 1988, desaparecieron un total de 800 compañías paraestatales pertenecientes a distintos sectores de la economía (OCDE, 1996).

1982 era un sistema más o menos regulado. Sin embargo, desde el punto de vista del presidente saliente en el año 1982 (José López Portillo), el sistema financiero mexicano estaba demasiado desprotegido y, por tanto, sometido a los vaivenes característicos de un sistema financiero emergente insertado en un proceso de globalización financiera. Por este motivo, el presidente López Portillo decidió nacionalizar el sistema bancario mexicano en 1982, antes de las nuevas elecciones. Así, se nacionalizó la casi totalidad de la red bancaria mexicana, pasando a manos públicas 58 de las 60 instituciones financieras mexicanas. Ante las escasas posibilidades de ser reelegido, López Portillo decidió asimismo incorporar la nacionalización del sector bancario en la Constitución mexicana, de modo que la medida no pudiera ser fácilmente derogada en el momento en que cambiara el gobierno (Gruben y McComb, 1997). Se reformó, pues, el artículo 28 de la Constitución que es el que determina qué áreas de actividad económica deben ser exclusivamente públicas, incluyendo la actividad bancaria como una de estas áreas.

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

## 2.1. Desregulación del sistema financiero interno

### 2.1.1. Privatización y fomento de la competitividad

El proceso de reprivatización no fue emprendido tan pronto como López Portillo fue reemplazado por De la Madrid en 1982. Recuérdese que la

propiedad pública del sector bancario se había convertido en una norma constitucional y que su privatización habría de pasar, por tanto, por la reforma de la Constitución. Sin embargo, la normativa constitucional sobre banca se refería únicamente a las instituciones de crédito, y no a las instituciones financieras en general. En otras palabras, era posible reprivatizar aquellas instituciones financieras (u operaciones de instituciones) que no se dedicaran a la recepción de depósitos y concesión de préstamos sin tener que reformar la Constitución para ello. Por lo tanto, en 1984, De la Madrid puso a la venta las operaciones de *broking*<sup>121</sup>, las de seguros y otras operaciones financieras no de crédito. De este modo, se contribuyó a la creación de un sistema financiero (compañías de seguros, *brokers*, firmas de *leasing*<sup>122</sup> y compañías de *warehouse* o almacenaje financiero) paralelo al sistema bancario nacionalizado que, por su parte, se caracterizaba por una creciente ineficiencia. La red de instituciones financieras no bancarias fue drenando, de este modo, recursos del sistema bancario público (Maxfield, 1997).

El 2 de mayo de 1990, bajo el mandato de Carlos Salinas de Gortari (que sucedió a De la Madrid en la presidencia en 1988), se propuso en el Congreso la reforma de la Constitución de modo que pudiera reprivatizarse la banca pública. La propuesta fue aceptada, se reformó la Constitución y se inició el proceso de reprivatización. Se vendieron 18 bancos en 14 meses (entre junio de 1991 y julio de 1992) (cuadro 4.2). Además, se aprobó la Ley de Instituciones de Crédito que fue la que reformó definitivamente el estatus de la banca mexicana. Hasta ese momento, los bancos se creaban por concesión administrativa (otorgada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público) y la participación del capital privado en dichas instituciones estaba limitada al 34%

---

<sup>121</sup> Un *broker* es un agente financiero especializado en los mercados de cotización. Representa a uno o varios inversores y actúa en su nombre comprando o vendiendo en los mercados de acciones, de divisas, de instrumentos financieros derivados...

<sup>122</sup> El *leasing* (o arrendamiento financiero) es un contrato de alquiler de un bien que incluye, además, una opción de compra. El comprador paga una cantidad mensual (o anual) durante un periodo establecido, en concepto de alquiler y, al finalizar dicho periodo, se le ofrece la opción de comprar el bien.

del capital de la entidad. Con la nueva normativa se eliminó el sistema de concesiones remplazándolo por uno de licencias (otorgadas, eso sí, por el mismo órgano que en el régimen anterior) y se eliminó la limitación sobre la participación de capital privado en las instituciones bancarias. El capital de la banca comercial se redividió en tres tipos distintos de acciones: A, B y C. Las acciones de serie A deberían representar el 51% del capital total de la sociedad y podrían estar en manos de ciudadanos mexicanos, del gobierno Federal, de los bancos de desarrollo, del Fondo Bancario de Protección al Ahorro y de *holdings*<sup>123</sup> financieros. Las acciones de serie B (hasta el 49% del capital social) podrían ser adquiridas por todos aquéllos a los que les estuviera permitido poseer acciones de la serie A, y por corporaciones mexicanas y por fondos de inversión colectiva. Las acciones de serie C podrían representar hasta el 30% del capital social y podrían ser adquiridas por todas aquellas personas o entidades con derecho a adquirir acciones de las series A y B y también por extranjeros. Las acciones de las series B y C serían mutuamente excluyentes.

Según algunos autores (Aspe, 1993), uno de los objetivos que se pretendía alcanzar con la privatización de la banca era la disminución de la concentración en el sector. Con este fin, la nueva legislación bancaria contaba con normas sobre cuotas máximas de participación por persona o entidad. La participación máxima en el capital social se fijó en 5% para personas físicas (o 10% con permiso del Ministerio de Finanzas) y en 15% para todo tipo de fondos de inversión colectiva y para el Fondo de Protección al Ahorro.

Sin embargo, todo parece indicar que los dos gobiernos posteriores a López Portillo buscaban el mantenimiento de un alto grado de concentración en el sistema bancario. Por una parte, en los años posteriores a la nacionalización, el gobierno había promovido la concentración en el sector mediante la fusión de algunos bancos públicos. El número de entidades de

---

<sup>123</sup> Compañía cuya única actividad consiste en ser propietaria de las acciones de otras empresas filiales. Un *holding* financiero es, pues, la empresa matriz de un conglomerado financiero.

crédito nacionalizadas en 1982 era de 58 y en el momento de reprivatizarse a principios de los noventa, solamente quedaban 18: De la Madrid inició un proceso de reestructuración del sistema bancario en 1983, cerrando 9 bancos y fusionando los 49 restantes en 29; entre 1985 y 1986 se redujo el número de instituciones bancarias de 29 a 18; y es más, 3 de estos 18 bancos copaban tres quintas partes de los activos totales del sistema bancario mexicano (Gruben y McComb, 1997). Por otra parte, la venta de las actividades financieras públicas no bancarias previa a la reprivatización era un modo de reencaminarse hacia el modelo de banca múltiple<sup>124</sup> que ya habían tratado de implantar en México antes de la nacionalización de 1982. El mercado paralelo de instituciones financieras no crediticias fue el principal comprador de los bancos públicos. Además, se aprobaron algunas medidas previas al proceso de reprivatización que promovían la concentración del sistema bancario mediante la flexibilización de normas para la creación de grupos financieros. De este modo, se alcanzó prácticamente el mismo grado de concentración que existía cuando la banca estaba nacionalizada. Estas medidas pretendían responder a la necesidad de prepararse para la creciente competencia bancaria que se avecinaba con la apertura económica.

En cualquier caso, con la finalidad de promover la competencia en el sector financiero local, las autoridades mexicanas promovieron una serie de normas destinadas a fomentar la actividad de entidades extranjeras en el mercado mexicano. Por ejemplo, en la Ley Bancaria aprobada en 1990, se permitía la apertura de oficinas de entidades extranjeras. Estas oficinas eran libres de operar con no residentes. Sin embargo, para participar en los mercados financieros locales, necesitaban una autorización especial del Ministerio de Finanzas.

---

<sup>124</sup> La banca múltiple es un modelo de banca en el que una misma institución o un mismo grupo de entidades cubre una amplia gama de servicios aparte de la recepción de depósitos y la concesión de créditos o préstamos: contratos de seguros, agencias de valores, concesión de fianzas o garantías, servicios de *factoring* (o factoraje), servicios de *leasing* (o arrendamiento financiero), servicios de almacenaje financiero...

### 2.1.2. Liberalización de los tipos de interés y el crédito

Además de la privatización del sistema, y previamente a ésta, en el bienio 1988-1989, el gobierno mexicano redujo notablemente su intervención en la asignación del crédito interno, tanto vía precios (tipos de interés) como vía cantidades (liberalización de la asignación del crédito y reducción de créditos preferenciales o “cajones”).

La liberalización del crédito vía cantidades se llevó a cabo mediante varios tipos de medidas: dotando de mayor libertad a la banca local en sus actividades de asignación del crédito, suprimiendo los créditos preferenciales, y disminuyendo los requisitos de reservas. Por lo que respecta a la ampliación de la libertad de actuación de la banca local, la primera medida en este sentido fue adoptada en octubre de 1988. A partir de ese momento, se autorizó a los bancos, por primera vez, a emitir aceptaciones bancarias, es decir letras de cambio con vencimiento a corto plazo, y a aceptar efectos de comercio (con vencimientos inferiores a 180 días) emitidos por empresas privadas no financieras y garantizadas por una institución financiera. En México ya existía, desde hacía varios años (desde antes de que se nacionalizara la banca), un mercado de efectos de comercio bastante desarrollado. El hecho de otorgar a los bancos la posibilidad de acceder a éste suponía, pues, una gran ampliación del margen de maniobra del sistema bancario local. En segundo lugar, entre las medidas adoptadas en marzo de 1989, se eliminó buena parte de los créditos especiales concedidos a sectores prioritarios. Por último, los requisitos de reservas se redujeron por primera vez en abril de 1989 (del 90% al 30%) y, posteriormente, en agosto del mismo año. Fueron definitivamente eliminados en septiembre de 1991. Se ampliaba, de este modo, el volumen de fondos que la banca podía asignar libremente al crédito.

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

## 2.2. Apertura de la cuenta de capitales

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

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

normativa de 1990 permitía la compra de instrumentos de deuda pública a corto plazo por extranjeros (Gil-Díaz, 1998; Ros, 1999).

Se amplió, asimismo, la capacidad de acceso de los inversores extranjeros a las acciones mexicanas. En la Ley Bancaria aprobada en 1990, que contemplaba la privatización de la banca comercial, se incluyeron una serie de medidas que permitían, por primera vez en cincuenta años, la participación de capital extranjero (exceptuando gobiernos o agencias públicas) en la banca del país. Como ya se ha señalado, se creó la figura de las acciones de serie C, acciones con derecho a dividendo pero sin derecho a voto que podían ser adquiridas por no residentes. Este tipo de acciones no podía superar el 30% del capital de una determinada institución, lo cual era una forma de limitar la participación máxima del capital extranjero al 30%. Además, la participación máxima de un socio extranjero por institución financiera se limitó al 10% del capital de ésta. Asimismo, en diciembre de 1989, el Congreso aprobó una serie de medidas destinadas a impulsar el intercambio de títulos mexicanos fuera del país. Se creó una sección especial en el Registro Nacional del Mercado de Valores para los títulos mexicanos emitidos en mercados extranjeros. También apareció la figura del especialista bursátil. Esta nueva clase de intermediario podía operar de forma independiente con aquellos títulos en los que había decidido especializarse. Por lo que respecta a las instituciones financieras no bancarias, se permitió la participación minoritaria de capital extranjero en algunas instituciones financieras no bancarias como compañías de seguros y compañías de fianzas. No obstante, puede decirse que, en lo que se refiere a la facilitación del acceso de inversores extranjeros a acciones mexicanas (cotizables o no), las medidas más contundentes no se adoptaron hasta después de la crisis de 1994 y como resultado de la adhesión de México al TLCAN.

La liberalización del tipo de cambio fue parcial. El gobierno mexicano decidió abandonar el régimen de tipo de cambio fijo a finales de 1991. No obstante, el tipo de cambio no quedó completamente liberalizado: se estableció

una banda de fluctuación en la que debía mantenerse el peso mediante las intervenciones del banco central en los mercados de divisas. Aunque dicha banda se amplió en marzo de 1992, las autoridades no dejaron flotar el peso hasta el estallido de la crisis en 1994.

### 2.3. Sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera

Ya se ha señalado que la liberalización financiera y, sobre todo, la privatización de la banca, fueron procesos muy rápidos en México; incluso si se compara su ritmo de reforma con el de otros países latinoamericanos. En menos de una década el sistema bancario mexicano (casi al completo) pasó de ser público y desenvolverse en un mercado cerrado a ser privado e integrarse en los mercados financieros internacionales, que tienen características y mecanismos de funcionamiento distintos de los de los mercados locales. Probablemente, el acelerado ritmo de la reforma financiera y la falta de experiencia de las autoridades monetarias para desenvolverse en el nuevo entorno financiero incidieron en la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera.

Varios autores han denunciado la debilidad de dicho sistema de supervisión y regulación (Gil-Díaz, 1998; Gruben y McComb, 1997; Lustig y Ros, 2000; Montes-Negret y Landa, 1999; Ortiz, 1998). Según Montes-Negret y Landa (1999), esta debilidad resultaba del hecho de que, a pesar de los cambios drásticos que se produjeron en el sistema financiero con la reforma del sector, no se adaptó la normativa de regulación y supervisión de la actividad de las instituciones financieras. Esta debilidad se plasma en diversos aspectos (Gruben y McComb, 1997). En primer lugar, las autoridades monetarias autolimitaron su capacidad de control de la red financiera mediante la adopción de una serie de medidas. En segundo lugar, se relajaron los requisitos impuestos, por las autoridades monetarias, sobre mínimos de liquidez. En tercer lugar, no se adoptó ningún tipo de medida que controlara la actividad de

los mercados de derivados, que se habían desarrollado de forma particular en los años previos a la crisis. En cuarto lugar, no se adoptaron medidas contundentes que controlaran el volumen y la calidad del endeudamiento externo de los bancos. Finalmente, la falta de adaptación del sistema de control al nuevo entorno financiero pudo generar actitudes de riesgo moral por parte de algunos bancos locales. A continuación se detallan algunas de estas deficiencias.

La autolimitación de la capacidad de control de la actividad bancaria por parte de las autoridades pertinentes fue consecuencia de dos medidas concretas. Por una parte, con la liberalización financiera, se promovió la creación del modelo de banca múltiple, con todas las dificultades que dicho modelo de banca presenta para el control de su actividad por parte de las autoridades monetarias, dado el gran número de actividades que puede realizar una misma institución financiera. Además, a pesar de las numerosas operaciones interbancarias que suponía la creación de este modelo (por ejemplo el autopréstamo), las autoridades no empezaron a exigir balances consolidados a los grupos financieros hasta 1995, una vez estallada la crisis. Por otra parte, en el conjunto de medidas aprobadas en diciembre de 1989, se liberó a los consejos de administración de los bancos de la supervisión del Ministerio de Finanzas en una amplia gama de decisiones como la apertura o cierre de sucursales.

En cuanto a los requisitos de solvencia y liquidez, las autoridades monetarias fueron reduciendo el requisito de reservas exigido a la banca comercial mexicana para, posteriormente, eliminarlo. El coeficiente legal de caja<sup>125</sup> fue reducido en abril de 1989 del 90% al 30% y, tras una nueva reducción en agosto del mismo año, fue totalmente eliminado en septiembre de 1991. En otras palabras, en 1991, ya no existía ningún requisito ya fuera de

---

<sup>125</sup> El coeficiente legal de caja es la proporción de los depósitos recibidos por una institución bancaria que debe mantenerse, de forma obligatoria, bien como dinero líquido, bien como un depósito en el banco central, bien como inversión en instrumentos de deuda pública.

solvencia o de liquidez en el sistema bancario mexicano. El gobierno dejó, así, de utilizar los requisitos de bancos como fuente de financiación y empezó a utilizar, para este fin, la emisión de “cetes” (certificados de la Tesorería)<sup>126</sup>. De este modo, se creaba en México un mercado separado para la deuda pública y el gobierno ya no tenía que recurrir a la red bancaria local para su financiación. Además, se suprimieron las normas sobre vencimientos de activos y pasivos de las instituciones bancarias. Esto último significa que, con la nueva normativa, las instituciones bancarias podían elegir libremente los plazos de vencimiento de sus operaciones de activo y de pasivo.

Llama la atención que, a pesar del fuerte *boom* de entradas de capital extranjero (epígrafe B) que se inició en 1990, las autoridades monetarias y financieras mexicanas no adoptaran ninguna medida que controlara el aumento de las obligaciones bancarias con el extranjero hasta 1992. En 1992, se adoptaron algunas medidas al respecto. Por una parte, se estableció un límite a la aceptación, por parte de los bancos, de nuevos pasivos en moneda extranjera. Este límite se estableció en el 10% de los depósitos totales (en pesos y en moneda extranjera) del trimestre anterior. Por otra parte, se limitó el uso de este tipo de pasivos para la financiación de créditos en moneda extranjera al sector privado, obligando a los bancos a preservar como mínimo el 15% de dichos pasivos en activos líquidos en moneda extranjera.

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

---

<sup>126</sup> Los cetes no son instrumentos creados a raíz de la liberalización financiera. Este tipo de letras ya existía desde 1978, aunque habían sido infravalorizados como fuente de financiación pública.

bancario: el gobierno seguía siendo responsable de las pérdidas del sector aunque éste estuviera en manos privadas. Según Montes-Negret y Landa (1999) esto pudo generar cierto riesgo moral por parte de los agentes bancarios e incitarles a infravalorar los riesgos de sus operaciones de inversión.

En definitiva, la liberalización financiera mexicana de los ochenta y los noventa no estuvo acompañada de un sistema de regulación y supervisión eficaz que controlara la actividad bancaria. De hecho, las únicas medidas que se adoptaron en este sentido fueron, por una parte, la implantación, en 1992, de ciertas restricciones a los pasivos en moneda extranjera y, por otra, la aplicación, en 1993, de un requisito de capitalización bancaria en relación con activos de alto riesgo. Los pasivos bancarios en moneda extranjera quedaron limitados al 10% de los pasivos totales y se obligó a las instituciones bancarias a invertir al menos el 15% de dichos pasivos en activos de bajo riesgo. Sin embargo esta medida solamente fue aplicada durante el año 1992 (Blaine, 1998; Trigueros, 1998). Por su parte, el grado de adecuación del capital se estableció en un cociente mínimo (de capital dividido por activos ponderados por riesgo) de 8 (Banco de México, 1994b).

## B. AUMENTO DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Según el esquema propuesto en el segundo capítulo de esta tesis, un proceso de liberalización financiera, combinado con unas altas expectativas de rentabilidad (por parte de los inversores extranjeros), con unas determinadas características de los mercados financieros internacionales y con una serie de particularidades internas de la economía liberalizada, puede dar lugar a la entrada masiva de capital extranjero. Este capital, además, se caracteriza por la alta proporción de deuda, el vencimiento a corto plazo o un fuerte componente volátil y por la denominación en moneda extranjera que, además, no se acompaña de la pertinente cobertura del riesgo de tipo de cambio. Este segundo epígrafe tiene como finalidad comprobar si la liberalización financiera mexicana, estudiada en el epígrafe anterior, estuvo acompañada de todos estos elementos y si la combinación de dichos elementos dio lugar a un *boom* de entradas de capital extranjero con las características mencionadas.

A continuación, se analizará brevemente la evolución de la balanza de pagos mexicana en las décadas de los ochenta y de los noventa hasta el estallido de la crisis. Tras observar un fuerte crecimiento del superávit por la cuenta de capitales en la primera mitad de los noventa (y hasta el estallido de la crisis en 1994), se analizarán con mayor detalle las entradas de capital extranjero (epígrafe B.1). Además, se repasarán los factores que acompañaron dicho *boom* de capital extranjero (epígrafe B.2).

Cuadro 4.3. Balanza de pagos. México (% del PIB)

	1982-1988	1989-1990	1991-1993	1994	1995
cuenta corriente	0,75	-2,93	-6,32	-7,87	-0,55
cuenta de capitales	-0,70	1,99	8,72	4,19	-3,66
Errores y omisiones	1,45	-0,40	-1,76	4,56	5,70
variación de reservas	-1,50	1,34	-0,63	-0,88	-1,48

Fuente: FMI (1998a) y cálculos propios

A finales de la década de los ochenta, la balanza de pagos mexicana empezó a transformarse. La balanza por cuenta corriente, que había registrado saldos positivos o moderadamente negativos hasta 1988 (el saldo medio de dicha balanza fue del 0,75% del PIB en el periodo 1982-1988) registró ese año un saldo negativo de 2.400 millones de dólares que no haría más que acentuarse hasta el momento del estallido de la crisis. Así, el déficit por cuenta corriente fue del 6,32% del PIB de promedio en el periodo 1991-1993 y del 7,87% del PIB (casi 30.000 millones de dólares) en 1994. En 1995, la fuerte caída del valor del peso tras la crisis hizo que las importaciones se encarecieran y las exportaciones se abarataran con lo que el saldo de la balanza por cuenta corriente mejoró hasta el -0,55% del PIB (cuadro 4.3).

La cuenta de capitales tuvo una evolución opuesta: tras haber registrado un déficit casi permanente durante la década perdida (el saldo medio del periodo 1982-1988 fue del -0,70% del PIB), su saldo se volvió positivo tras el proceso de liberalización financiera. En el periodo 1989-1990, se empezaron a notar los efectos de la reforma económica mexicana, registrándose un saldo medio ligeramente positivo y claramente superior al del resto de la década de los ochenta (casi del 2% del PIB). En los tres años posteriores la tendencia se acentuó, aumentando el saldo de la cuenta de capitales hasta el 8,72% del PIB. En 1994, el año de la crisis, la cuenta de capitales permaneció sorprendentemente superavitaria aunque registró un claro descenso de más del 50% respecto de los años anteriores, situándose el saldo en el 4,19% del PIB. Al año siguiente, los efectos de la crisis se hicieron sentir más claramente y la cuenta de capitales se tornó negativa (-3,66% del PIB en 1995). En la primera mitad de los noventa, el crecimiento del saldo de la cuenta de capitales fue mayor que el del de la cuenta corriente por lo que México pudo acumular reservas en dicho periodo.

## 1. CARACTERÍSTICAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Como se acaba de señalar, paralelamente a la aparición de un fuerte déficit por cuenta corriente, la balanza de capitales mexicana fue registrando un superávit, también creciente, en los años previos a la crisis (cuadro 4.3). Un superávit en la cuenta de capitales significa que se produce una entrada neta de capital extranjero en el país. Por tanto, puede decirse que México fue un receptor neto de capital en los años previos a la crisis financiera de 1994. Las entradas de capital extranjero pasaron de 1.124 millones de dólares o 0,91% del PIB en 1986 a 37.874 millones de dólares o 10,30% del PIB en 1993 (cuadro 4.4). En otras palabras, las entradas de capital extranjero en México se multiplicaron por 34 en términos absolutos y por 11 con relación al PIB en tan solamente siete años (entre 1986 y 1993). Sin embargo, el *boom* de entradas de capital extranjero se produce entre los años 1990 y 1993. La entrada total de capitales pasó de 2.669 millones de dólares en 1989 a 17.225 millones al año siguiente. En otras palabras, en tan sólo un año, las entradas de capital se multiplicaron por 6. El alto volumen de entradas se mantuvo durante los años posteriores y hasta la crisis de 1994 (cuadro 4.4).

Cuadro 4.4. Entrada total de capitales. México (a)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
millones de dólares	1.124	2.784	497	2.669	17.225	26.157	21.487	37.874	21.456	-2.343
% del PIB	0,91	2,03	0,29	1,29	7,04	9,11	6,53	10,30	5,69	-0,82

(a) Las entradas totales se refieren a la suma de los flujos de pasivos de inversión extranjera directa, inversión en cartera y otras inversiones, tal y como aparecen en las estadísticas del FMI. En dichos flujos de pasivo están incluidas las cancelaciones de inversiones directas y en cartera y devoluciones de créditos y préstamos.

Fuente: FMI (1994a, 1998a y 1999b) y cálculos propios

A continuación, se analizan con más detalle las características que presenta el *boom* de principios de los noventa, con el fin de ver si estas características coinciden con las que se señalaron en el esquema teórico de esta tesis. Puede decirse que las entradas de capital extranjero en México sí

presentan todas las características señaladas en el esquema teórico. Estas entradas se caracterizan por su volatilidad, ya que la IDE y los contratos de deuda a largo plazo representan una fracción marginal de éstas. Asimismo, destacan los flujos a corto plazo, realizados fundamentalmente a través de contratos privados de deuda a corto plazo. En segundo lugar, la deuda es la principal forma de inversión, siendo poco importantes, en comparación, las inversiones en acciones (ya sean IDE o en cartera). En tercer lugar, predominan las inversiones denominadas en moneda extranjera, inversiones que además no se acompañan de la cobertura del riesgo de tipo de cambio. Por último, conviene también señalar que, igual que ocurre con Corea del Sur (capítulo 5), los contratos financieros se realizan con agentes privados. En otras palabras, el papel del gobierno como agente receptor es marginal, sobre todo si se compara con otras etapas de recepción de capital extranjero en México.

### 1.1. Flujos volátiles y deuda

En los tres años previos a la crisis financiera, es decir, en el periodo 1991-1993, los flujos volátiles representaban el 82% de las entradas totales de capital extranjero mientras que las entradas no volátiles eran de tan sólo el 18% (cuadro 4.5). Además, esta alta proporción de flujos volátiles contrasta con las cifras que se registraron en años anteriores. En el periodo 1989-1990, el porcentaje de las entradas de capital que se realizaban en forma de IDE representaba el 67,1% de las entradas totales; una proporción mucho menor, el 16,4%, correspondía a la entrada de inversión en cartera y existía también una baja entrada de deuda (tan sólo el 16,5%) que se debía, en parte, a la entrada negativa de deuda a largo plazo resultante de la devolución de la deuda acumulada de la crisis de 1982 (financiada fundamentalmente con el proceso de privatización). En los años siguientes, la IDE bajó abruptamente, cayendo hasta el 17,2% de las entradas totales. Las entradas de otros pasivos también disminuyeron (hasta el 13,1% de las entradas totales). Ambas bajadas fueron compensadas por el incremento relativo de la inversión en cartera (69,7%).

Destaca, pues, en el *boom* de entradas de capital extranjero, no solamente la entrada de flujos volátiles sino también la importancia, en dicho flujos, de la inversión en cartera.

Cuadro 4.5. Entradas de capital. México (%) (a)

	1986-1988	1989-1990	1991-1993	1994
entradas totales	100	100	100	100
IDE	295,8	67,1	17,2	51,1
inversión en cartera	173,0	16,4	69,7	38,1
en acciones	n.d.	15,0	24,9	19,0
en títulos de deuda	39,8	1,37	44,8	19,1
otros pasivos	-368,8	16,5	13,1	10,7
a corto plazo	93,5	11,1	12,3	n.d.
a largo plazo	-462,3	5,4	0,8	n.d.
flujos no volátiles	-166,5	72,5	18,0	n.d.
flujos volátiles	266,5	27,5	82,0	n.d.

(a) Las cifras del periodo 1986-1988 no son significativas. Aunque este cuadro solamente refleja las entradas de pasivos de capital (y no el saldo de la cuenta de capital), México registró altas entradas negativas de deuda a largo plazo durante dicho periodo. Esto se debe al hecho de que, durante esos años, México se dedicó, sobre todo, a devolver la deuda acumulada durante la crisis de 1982.

Fuente: FMI (1994a, 1998a, 1999b) y cálculos propios

En segundo lugar, en los años previos a la crisis, el capital extranjero entró, sobre todo, en forma de deuda; ya fuera mediante contratos “directos” de deuda entre dos agentes determinados (otros pasivos) o mediante títulos de deuda cotizables. En otras palabras, la compra de acciones por parte de los inversores extranjeros –IDE e inversión en cartera– era baja con relación al volumen de deuda extranjera contraída. La proporción de deuda respecto de la entrada total de capital extranjero se mantuvo en torno al 58% durante los años 1991 a 1993, mientras que la inversión en acciones permaneció por debajo del 43% durante el mismo periodo (cuadro 4.6). No obstante, si se calcula la proporción de deuda respecto del total de entradas de capital a corto plazo o volátil (esto es, inversión en cartera y deuda a corto plazo), se observa que la proporción de deuda asciende considerablemente. En efecto, las entradas de deuda extranjera oscilaron en torno al 60% y el 75% de las entradas de capital a corto plazo o volátil (medido en porcentaje del PIB) entre los años 1990 y 1993. En cambio, las entradas de capital por compra de acciones no superaron

el 39% en el mismo periodo. Además, esta deuda se contrataba sobre todo mediante la emisión de bonos en mercados de cotización oficial y no mediante la firma de contratos “directos” de deuda (otros pasivos a corto plazo). Por ejemplo, en 1992, las entradas de capital extranjero por emisión de bonos fueron del 4,03% del PIB, mientras que la entrada de capital extranjero registrada en otros pasivos a corto plazo tan sólo ascendió a 0,75% del PIB en el mismo año (cuadro 4.6).

En definitiva, puede decirse que la proporción de deuda en el total de entradas de capital extranjero era superior a la proporción de inversión en acciones. Además, la fracción de deuda en el total de entradas volátiles y a corto plazo –que son las que predominaban en la etapa del *boom* de entradas de capital en México– era considerablemente mayor. Como se verá más adelante (capítulo 5), el caso de Corea del Sur es similar. En el país asiático, las entradas de capital extranjero también se produjeron, sobre todo, en forma de deuda (incluso en proporciones mayores que en el caso de México).

## 1.2. Denominación en divisas

Asimismo, puede decirse que predominaron las entradas de capital extranjero denominadas en divisas, y no en pesos. Si se analizan, en concreto, las entradas de capital en títulos de deuda cotizables, puede observarse que los títulos emitidos en pesos ocupaban un lugar marginal. Por lo que se refiere a los títulos privados de deuda, las emisiones de títulos en pesos fueron prácticamente inexistentes en dicho periodo: 0% del PIB en los años 1991 y 1992 y tan sólo 0,11% del PIB en 1993 (cuadro 4.6). En cambio, el sector público contrató más deuda en pesos que en divisas: entre 1% y 2% del PIB en pesos, para el periodo 1991-1993 y entre 0% y 1% en divisas, para el mismo periodo (cuadro 4.6). Quizás la mayor proporción de títulos públicos denominados en pesos que de títulos públicos denominados en divisas es el motivo por el cual se ha afirmado, en ocasiones, que la deuda contratada por

Méjico estaba denominada, sobre todo, en pesos mexicanos (Trigueros, 1998). Sin embargo, como se verá un poco más adelante, el principal deudor mexicano de capital extranjero era el sector privado y no el público: la deuda pública, ya fuera denominada en pesos o en divisas era muy baja en proporción al total de deuda recibido. El hecho de que los títulos de deuda cotizable privados estuvieran denominados, sobre todo, en divisas, es probablemente una consecuencia de las medidas adoptadas por las autoridades mexicanas (epígrafe A.2.2) para internacionalizar los mercados de cotización mexicanos. Ya se ha señalado que se promovió la emisión de títulos de deuda en divisas indexados a tipos de interés extranjeros (como el Libor).

En el segundo capítulo, al exponer el esquema teórico, ya se señaló que las entradas de capital denominadas en moneda extranjera no tienen porque presentar un riesgo muy importante si los agentes receptores cubren el riesgo de tipo de cambio. Asimismo, se afirmaba que, dada la existencia de un régimen de tipo de cambio fijo o semi-fijo, los agentes receptores, si son privados, deciden eludir el coste de la cobertura y trasladar el riesgo a las autoridades monetarias. Puede decirse que en México (igual que en Corea del Sur), los agentes no se cubrieron del riesgo de tipo de cambio. No resulta fácil comprobar si los agentes receptores de ahorro externo denominado en divisas se cubren o no del riesgo cambiario, pero la baja volatilidad del tipo de cambio nominal de la moneda local con respecto a otras divisas más fuertes es, en opinión de algunos autores (Banco Mundial, 1999; Eichengreen y Hausmann, 1999), un buen indicador de no cobertura del riesgo cambiario. El peso mexicano registró una baja volatilidad durante los años de entradas de capital extranjero, dado el régimen de tipo de cambio semi-fijo que las autoridades habían adoptado. Además, según una encuesta realizada por el Banco Mundial (1999), el 70% de los capitales extranjeros recibidos por países no desarrollados<sup>127</sup> no se cubren del riesgo cambiario. A todo esto hay que sumar

---

<sup>127</sup> Estas cifras hacen referencia a capitales garantizados por las autoridades del país receptor o cuyos receptores creen estar cubiertos por una garantía gubernamental.

que, según el BPI, en los noventa, México no participó activamente en los mercados de derivados de tipo de cambio que, como es bien sabido, son los principales instrumentos financieros de cobertura del riesgo de tipo de cambio (capítulo 3).

Cuadro 4.6. Entradas de capital. México (% del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994
IDE	1,08	1,66	1,33	1,33	2,91
inversión en cartera	1,38	4,44	5,48	7,86	2,17
en acciones	0,82	2,20	1,45	2,91	1,08
en títulos de deuda	0,56	2,23	4,03	4,95	1,09
público	0,11	1,77	2,95	3,23	0,54
en pesos	0	1,18	2,47	1,91	-0,52
en divisas	0,11	0,58	0,47	1,32	1,06
<i>banca desarrollo</i>	0,07	0,24	0,17	0,99	0,81
<i>Banco de México</i>	0	0	0	0	0
<i>Gobierno</i>	0,04	0,34	0,30	0,33	0,25
privado	0,45	0,47	1,08	1,72	0,55
en pesos	n.d.	0	0	0,11	-0,08
en divisas	n.d.	0,47	1,08	1,61	0,62
<i>banca comercial</i>	n.d.	-0,05	0,19	0,47	-0,05
<i>privado no bancario</i>	n.d.	0,52	0,89	1,25	0,60
otros pasivos a largo plazo	2,91	1,69	-1,03	-0,02	n.d.
sector oficial (a)	0,69	-0,51	-1,65	-0,32	n.d.
banca	2,09	1,65	0,12	0,27	n.d.
otros sectores	0,13	0,55	0,50	0,03	n.d.
otros pasivos a corto plazo	1,68	1,32	0,75	1,12	n.d.
sector oficial (a)	-0,01	0,00	-0,13	0,01	n.d.
banca	1,62	1,08	0,38	0,72	n.d.
otros sectores	0,08	0,24	0,50	0,40	n.d.
flujos públicos (b)	3,22	30,74	45,22	36,04	24,90
flujos privados (b)	96,78	69,26	54,78	63,96	75,10
acciones (c)	26,87	42,41	42,70	41,23	78,60
deuda (c)	73,13	57,59	57,30	58,77	21,40
deuda pública (d)	15,29	24,01	31,13	48,29	49,71
deuda privada (d)	84,65	76,00	68,87	51,71	50,28

(a) El sector oficial es el conjunto formado por las autoridades monetarias y los gobiernos central y regionales.

(a) Magnitud del flujo en porcentaje del PIB con relación al total de flujos volátiles y a corto plazo.

(b) Magnitud del flujo en porcentaje del PIB con relación al total de flujos.

(c) Porcentaje del total de deuda (títulos cotizables y otros pasivos a corto y a largo plazo).

Fuente: Banco de México (1994a y 1995a), FMI (1994a, 1998a y 1999b) y cálculos propios

### 1.3. Flujos privados

El *boom* de entradas de capital extranjero que precedió la crisis mexicana de 1994 presentaba todas las características previstas en el esquema teórico del segundo capítulo. En ellas predominaban los flujos volátiles y/o a corto plazo, la deuda (sobre todo, entre dichos flujos volátiles), y la denominación en divisas y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio. Existe, además, otra característica de estas entradas –que también aparece en las entradas de capital extranjero en Corea en los años previos a la crisis de 1997– que, si bien no aparece en la propuesta teórica, conviene señalar. Y es que los receptores mexicanos del capital extranjero eran, casi exclusivamente, agentes privados y no organismos públicos, como han señalado diversos autores (Dornbusch y Werner, 1994; Sachs *et al.*, 1995). Mientras en la década de los ochenta el sector público mexicano recibía el grueso de las entradas de capital extranjero; en la primera mitad de los noventa, el sector privado se convirtió en el principal receptor de capital extranjero (Dornbusch y Werner, 1994). En 1990, el sector público absorbía casi el 97% de las entradas de capital volátil y el sector privado poco más del 3%. En 1994, estas cifras eran de 25% y 75%, respectivamente (cuadro 4.6).

Si se analizan las entradas de deuda por agentes receptores, también se observa que el principal receptor es el sector privado. De hecho, aunque el sector público va absorbiendo una proporción cada vez mayor de deuda a lo largo del periodo de *boom* de entradas de capital, su participación se mantiene por debajo del 49%. En 1991, el sector público recibe 24% de los flujos de deuda; y en 1993, esta cifra ha ascendido hasta 48,29% (cuadro 4.6).

## 2. CAUSAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Según el esquema teórico del segundo capítulo (gráfico 2.4), existen diversos factores que explicarían, en principio, el volumen y la composición de

las entradas de capital externo en México. En lo que se refiere al volumen, éste se explicaría por el proceso de liberalización financiera, por unas altas expectativas de rentabilidad de las inversiones, por el aumento de la liquidez a escala internacional y por la ausencia de controles a la entrada de capitales. El corto plazo y la volatilidad del capital entrante serían consecuencia de seis factores: el diferencial de tipos de interés (de los locales con respecto a los mundiales), un régimen cambiario fijo o semi-fijo, el aumento de la liquidez en los mercados financieros internacionales, la ausencia de controles de capital, la ineficacia del sistema que regula y supervisa la captación de fondos por parte del sistema bancario local y el aumento de la asimetría de la información en los mercados globales de capitales, consecuencia de la globalización de dichos mercados. La alta proporción de deuda provendría del diferencial de tipos de interés y de la ausencia de un sistema de regulación y supervisión de la red financiera local. Por último, la denominación en divisas y la no cobertura del riesgo de tipo de cambio se explicarían, también, por la ausencia de un sistema de regulación y supervisión y por el régimen cambiario.

Este segundo epígrafe tiene como finalidad comprobar si, efectivamente, todas estas variables que se dan en el esquema teórico, se dieron también en México en los años en los que se produjo el *boom* de entradas de capital externo. Se comprobará que sí se dieron todas estas variables y que, además, existieron dos factores adicionales que pudieron incidir en el volumen y la composición de dichas entradas (la puesta en marcha de un sistema de privatizaciones y la reestructuración de la deuda). A continuación se repasarán los factores que subyacen al alto volumen de entradas, en segundo lugar los que dan lugar a la particular composición del capital externo y, en tercer y último lugar, los factores adicionales que contribuyeron a la entrada de capital externo en México en los años 1991 a 1993.

## 2.1. Determinantes del volumen de entradas de capital

En el epígrafe A se ha repasado en detalle el proceso de liberalización financiera en México, destacando su alta velocidad. En él se incluía la apertura de la cuenta de capitales lo cual facilitó la entrada masiva de capital extranjero. Además, al otorgar prioridad a la internacionalización de los mercados de cotización, las autoridades económicas mexicanas también promovieron de forma especial el alto volumen de deuda en títulos cotizables entre las entradas de capital. Además, en paralelo a la liberalización, las autoridades mexicanas no establecieron ninguna medida que controlara la entrada de capital (FMI, 1991, 1992, 1993 y 1994b; Gil-Díaz, 1998).

Parece que uno de los motivos que promovieron la gran cantidad de entradas fueron las altas expectativas de rentabilidad que existían, en esos momentos, acerca de las inversiones en México. Es muy posible que el conjunto de reformas emprendidas en los ochenta pudiera ser interpretado – quizás de forma demasiado optimista– por los inversores internacionales como una señal positiva sobre el futuro de la economía mexicana (Banco de México, 1993b; Gil-Díaz, 1998; Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000). Blaine (1998) señala, al respecto, que las estimaciones realizadas por la prensa eran mucho más optimistas que las previsiones que cabía hacer basándose en los datos macroeconómicos que presentaba México en aquellos momentos. Probablemente, por este motivo, dichos inversores aumentaron su interés por México como foco de inversiones. De hecho, se produjo una fuerte reducción de la prima por riesgo-país de las inversiones internacionales realizadas en México (Ros, 1999). El aumento de la liquidez internacional será repasado brevemente más adelante.

## 2.2. Causas de la composición del capital

A continuación se verán, uno a uno, los factores aún no repasados que explican las características de las entradas de capital extranjero: diferencial de los tipos de interés, régimen cambiario semi-fijo, aumento de la liquidez y de la asimetría de la información en los mercados financieros internacionales y ausencia de un sistema de regulación y supervisión que controle la captación de fondos por parte de la red financiera.

### 2.2.1. Diferencial de tipos de interés

A finales de los ochenta se produce un giro en la orientación de la política económica mexicana. La estabilidad de los precios y una profunda reforma estructural se convierten en las prioridades en esta materia. Con esta finalidad, las autoridades monetarias decidieron hacer frente al problema de la inflación adoptando una política monetaria restrictiva que supuso un fuerte incremento de los tipos de interés. Esto hizo que las inversiones mexicanas fueran más atractivas a ojos de los inversores internacionales.

Además, a esto se debe sumar que en 1989 cayeron los tipos de interés en Estados Unidos (Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000) y que dicha bajada se mantuvo durante varios años<sup>128</sup> –lo cual dio lugar a una salida de capitales de Estados Unidos en 1990 y 1991– generándose un diferencial considerable entre los tipos de interés mexicanos y los norteamericanos (Palazuelos, 2001). El efecto del diferencial de intereses se vio reforzado por la aprobación en Estados Unidos de la *Regulation S* y de la *Rule 144*, que promovía la inversión de capitales en países subdesarrollados, en particular, en América Latina, ya que dichas normas pretendían reducir los costes de transacción y de liquidez

---

<sup>128</sup> Por ejemplo, los tipos de interés a un mes pasaron de 8,47% en 1989 a 5,86% en 1990 y a 3,17% en 1993 (Banco de México, 1993a y 1995a).

soportados por los países subdesarrollados al captar financiación en los mercados estadounidenses (Calvo *et al.*, 1992).

### 2.2.2. Régimen cambiario semi-fijo

El 29 de febrero de 1988, las autoridades mexicanas decidieron establecer la paridad nominal fija del peso mexicano respecto del dólar americano (el ancla se estableció en 3,1 pesos por dólar). Pero a principios de 1989, el tipo de cambio fijo fue reemplazado por uno deslizante (*crawling peg*) en el que la tasa de variación del peso respecto del ancla fue modificada en varias ocasiones<sup>129</sup> (Lustig y Ros, 2000). El tipo de cambio deslizante duraría hasta noviembre de 1991, momento en el cual este régimen fue reemplazado por una banda de fluctuación. Dicha banda fue ampliada en diversas ocasiones antes del colapso del peso en diciembre de 1994. En ese momento, la banda era del 15% (Trigueros, 1998). La implantación de un régimen de tipo de cambio fijo en México fue un factor determinante para la denominación en divisas de las entradas de capital (y para la no cobertura del riesgo de tipo de cambio que ello suponía) ya que, como ya se ha señalado en diversas ocasiones, mediante el ancla, el gobierno asume (o encubre<sup>130</sup>) el riesgo de tipo de cambio y los agentes privados (extranjeros y locales) quedan, por lo tanto, exentos de dicho riesgo. Dado el régimen cambiario de tipo de cambio fijo o semi-fijo, el sector privado no concedió demasiada importancia al creciente desajuste de monedas que se estaba empezando a producir entre los activos y los pasivos de los balances del sector privado (Calvo y Mendoza, 1996), como se verá más adelante.

---

<sup>129</sup> En su origen, la tasa de depreciación del peso se fijó en un peso diario, correspondiente a una tasa de depreciación anual del 16%. En 1990, dicha tasa se redujo a 80 céntimos diarios (11% anual) y en 1991, a 40 céntimos diarios (5% anual).

<sup>130</sup> En realidad, el ancla encubre y no elimina el riesgo de tipo de cambio para el inversor privado porque existe el riesgo de que el gobierno cambie su política cambiaria, abandonando el ancla, y el valor de la moneda caiga o, directamente, se desplome. En ese caso, el inversor extranjero pierde parte del valor de sus inversiones. Esto ocurre siempre que se produce una crisis financiera como la de México o las de Asia.

### 2.2.3. Aumento de la liquidez internacional

En el capítulo anterior ya quedó patente el fuerte aumento de la liquidez internacional que ha supuesto el proceso de globalización financiera. No obstante, el empeoramiento de la asimetría de la información a raíz de la globalización de los mercados financieros no ha podido ser demostrado, dada la escasez de literatura empírica al respecto. De modo que, si bien puede argumentarse que el aumento de la liquidez internacional explica, en parte, el componente volátil o a corto plazo de las entradas de capital en México; no puede defenderse, desde el punto de vista empírico, que dicha volatilidad se explique también por el empeoramiento de la asimetría de la información.

### 2.2.4. Ausencia de un sistema eficaz de regulación y supervisión bancaria<sup>131</sup>

Al repasar el proceso de liberalización financiera, se hizo una mención especial a la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria. Con respecto al control de la actividad financiera en su actividad de captación de fondos, conviene recordar dos puntos concretos. El primero de ellos es la autolimitación de la capacidad de control de las autoridades monetarias. El segundo es la falta de medidas que controlaran el sobreendeudamiento de la banca local. La implantación del modelo de banca múltiple –sin exigencia de balances consolidados– y la ampliación de la libertad de actuación de los gestores de los bancos –como, por ejemplo, la mayor libertad para abrir sucursales en el extranjero– limitaron la capacidad de control de las autoridades monetarias sobre el endeudamiento de la red financiera local en divisas y sin cobertura del riesgo de cambio. Además, hasta 1992 (después de dos años de entrada masiva de capital extranjero), no se

---

<sup>131</sup> La ausencia de un sistema que controlara la captación de fondos de la banca puede explicar solamente la entrada de deuda en divisas hacia dicho sector, pero no hacia el sector privado no bancario. No obstante, como se ha visto en el epígrafe B.1, el sector privado no bancario fue un importante receptor de financiación externa (en relación al sector financiero), a diferencia de lo que ocurrió en Corea del Sur (capítulo 5).

adoptaron medidas para limitar los pasivos (depósitos y deuda) en divisas de la banca local.

### 2.3. Factores adicionales: privatización y reestructuración de la deuda

Parece, pues, que en México se dieron todos los factores que, en principio (capítulo 2), explicarían el volumen y las características de las entradas de capital (excepto el aumento de la asimetría de la información). Pero, como ya se ha señalado, existen otros dos factores adicionales que, en el caso concreto de México, probablemente desempeñaron un papel relevante en la atracción de capital extranjero. El primero de ellos es el proceso de privatización (tanto del sistema bancario como de otros sectores) enmarcado en la reforma estructural de la economía. El segundo es la reestructuración de la deuda contraída a raíz de la crisis de 1982.

La privatización masiva de las empresas estatales respondía al objetivo en materia fiscal que consistía en disminuir la enorme brecha entre ingresos y gastos públicos. Con este fin se emprendió el proceso de privatizaciones que ya se ha mencionado en el epígrafe A. Por una parte, se cerraron las empresas estatales deficitarias, lo cual permitió reducir el gasto público ya que dichas empresas públicas drenaban gran parte del presupuesto público. Por otra parte, las empresas rentables se pusieron a la venta, lo cual permitió al Estado aumentar su nivel de ingresos. Esta segunda medida llamó la atención de los inversores extranjeros que aprovecharon el proceso de privatización como una oportunidad de inversión (Dornbusch y Werner, 1994). Es más, la privatización mexicana también pudo determinar, en parte, la estructura del capital entrante en el país. Al menos por lo que respecta al proceso de privatización de la banca comercial, se permitió la compra de un máximo de 30% del capital social (y sin derecho a voto) por parte de los inversores extranjeros. Esta medida probablemente favoreció la entrada de flujos de inversión en cartera durante el

periodo de privatización, desplazando otro tipo de flujos como pueden ser los de inversión directa.

El programa de reestructuración de la deuda (Plan Brady) de 1989 también actuó como un factor de atracción de capital extranjero. La reducción de la deuda externa mexicana, que se dio a raíz del acuerdo, brindó a México la posibilidad de reacceder al mercado internacional de capitales y captar ahorro externo para sus necesidades locales (Banco de México, 1992b; Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000; Trigueros, 1998). Como parte del programa de reestructuración de la deuda, no solamente los bancos privados aceptaron conceder nuevos préstamos a México, sino que también se otorgó un préstamo conjunto del FMI, el Banco Mundial y el gobierno japonés valorado en 5.800 millones de dólares (Blaine, 1998).

Resumiendo, los factores que subyacen a la entrada masiva de capital extranjero en México en los años previos a la crisis de 1994 son fruto del conjunto de reformas estructurales emprendido durante ese periodo – liberalización financiera (sin control de la entrada de capitales y con un sistema de supervisión y regulación débiles), régimen cambiario semi-fijo, políticas monetaria y fiscal restrictivas, reestructuración de la deuda–, sumado a las altas expectativas de rentabilidad que dichas reformas generaron y al incremento de los flujos transnacionales de capital fruto del proceso de globalización financiera y la bajada de los tipos de interés en Estados Unidos.

### C. ***BOOM DE CRÉDITO***

Una serie de factores, tanto internos como externos, dieron lugar a una entrada masiva de capital extranjero en México en los años previos a la crisis financiera de 1994, particularmente en el periodo 1990-1993. Este capital se caracterizaba por estar destinado al sector privado, por su naturaleza volátil y/o su vencimiento a corto plazo, por un alto componente de deuda, y por estar denominado, sobre todo, en moneda extranjera (y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio). Según el esquema teórico planteado en la primera sección de esta tesis (capítulo 2), la entrada masiva de capital extranjero provoca, si se dan ciertos factores, un *boom* de crédito en la economía receptora; crédito que, además, se destina a actividades de alto riesgo. Es decir, que si además de la entrada masiva de capital extranjero hay un alto grado de intermediación bancaria en la economía, unas garantías gubernamentales a los depósitos bancarios (o la creencia de que dichas garantías existen), un sistema inadecuado de control de la actividad bancaria en su función de redistribución del ahorro y unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas, entonces se genera una explosión de crédito interno.

Al igual que en Corea en los años previos al estallido de la crisis de 1997 (capítulo 5), en México, la entrada masiva de capital externo generó un *boom* de crédito. Como se verá a continuación (epígrafe C.1) esta explosión de crédito se destinó, fundamentalmente, al consumo y a actividades de inversión improductivas tales como la inversión especulativa en los sectores inmobiliario y financiero. Además, parece que los factores que subyacen al *boom* de crédito mexicano coinciden con los que se exponen en el esquema teórico del segundo capítulo (epígrafe C.2).

## 1. CARACTERÍSTICAS DEL *BOOM* DE CRÉDITO

Varios autores han subrayado la magnitud del aumento del crédito interno en los años previos a la crisis mexicana (Gil-Díaz, 1998; Lustig y Ros, 2000). Y es que el crédito concedido por la banca comercial mexicana pasó de unos 100.000 millones de pesos corrientes en 1989 a algo más de 600.000 millones de pesos corrientes en tan sólo cinco años, es decir que creció a una tasa media anual de algo más de 43% en términos corrientes. Este fuerte incremento superó con creces el crecimiento del PIB (en pesos corrientes). En 1989, el crédito bancario representaba el 20% del PIB, en 1994, esta cifra había ascendido a cerca del 50% del PIB mexicano. En otras palabras, el crédito creció a una tasa media anual del 19% respecto del PIB (cuadro 4.7).

Cuadro 4.7. Crédito concedido por la banca comercial. México (millones de pesos, a 31 de diciembre)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Δ 1989-94
total	101.736	163.631	245.560	351.306	437.383	617.359	
variación anual		60,84	50,07	43,06	24,50	41,15	43,42
crédito/PIB	20,04	23,84	28,38	34,47	38,19	48,50	
variación anual		18,95	19,06	21,45	10,78	27,02	19,33

Fuente: Banco de México (1990a, 1991a, 1992a, 1993a, 1994a, 1995a y b) y cálculos propios

Además, el crédito concedido por la banca comercial mexicana en el periodo de fuertes entradas de capital extranjero presenta una serie de características particulares. En primer lugar, el crédito se destinó fundamentalmente a actividades improductivas: consumo e inversiones especulativas. En segundo lugar, gran parte de estos créditos estaba denominada en pesos, y no en divisas.

### 1.1. Consumo y actividades especulativas

Por lo que respecta a la distribución sectorial del crédito en los años previos a la crisis financiera, se observa que el crecimiento del crédito

concedido para el consumo supera el del crédito concedido para la inversión (Blaine, 1998; Lustig y Ros, 1996; Ros, 1999). El crédito concedido para actividades de consumo (sumando los créditos al consumo propiamente dichos y los créditos hipotecarios) creció a una tasa media anual de casi 55%, en pesos corrientes, entre 1989 y 1994. Sin embargo, el crédito concedido para actividades de inversión (excluyendo la actividad comercial<sup>132</sup>) creció a una tasa media anual de poco más de 38% en el mismo periodo. El crédito al consumo de hogares registró un crecimiento espectacular entre 1989 y 1990, aumentando 121% en pesos corrientes. Los créditos hipotecarios, por su parte, son el tipo de crédito que más creció en los años previos a la crisis. Su crecimiento medio anual fue de casi 65% entre 1989 y 1994. Este alto crecimiento medio anual se debe, sobre todo, a la concesión masiva de dichos créditos en 1992 (el crecimiento, en pesos corrientes entre 1991 y 1992 fue de 237%) (cuadro 4.8).

Cuadro 4.8. Variación anual del crédito concedido por la banca comercial al sector privado, distribución por sectores. México (%)

	1989-1990	1990-1991	1991-1992	1992-1993	1993-1994	1989-1994
consumo	83,04	65,56	81,98	28,01	25,30	54,65
crédito al consumo	121,23	94,06	14,52	2,06	7,22	40,01
crédito a la vivienda	46,12	23,86	236,65	48,24	35,01	64,90
inversión	57,40	50,82	39,66	17,78	29,89	38,37
agricultura	59,79	50,10	29,01	11,92	20,03	32,97
industria	46,50	50,52	26,39	18,61	47,60	37,30
otros servicios	78,49	51,71	67,77	19,16	11,38	43,24
comercio	60,01	52,32	24,79	39,88	43,78	43,65

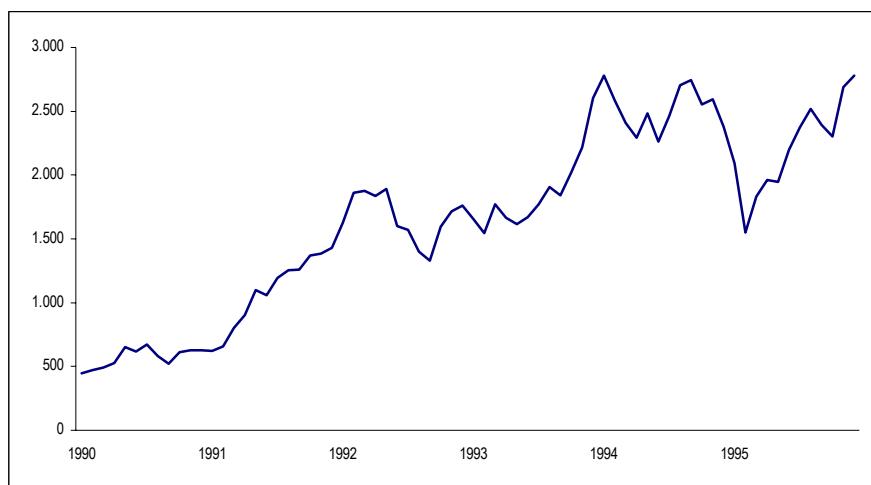
Fuente: Banco de México (1990a, 1991a, 1992a, 1993a, 1994a, 1995a) y cálculos propios

Así las cosas, parece que el crédito concedido en México en los años previos a la crisis financiera de 1994 se destinó –a diferencia de lo que ocurrió en Corea en los años previos a la crisis de 1997 (capítulo 5)– a financiar una burbuja especulativa en bienes inmuebles y un fuerte aumento del consumo

<sup>132</sup> Se excluyen los créditos comerciales de los créditos de inversión porque el crecimiento de las importaciones en los años previos a la crisis se debe, sobre todo, al aumento de las compras al exterior de bienes de consumo (Dornbusch y Werner, 1994).

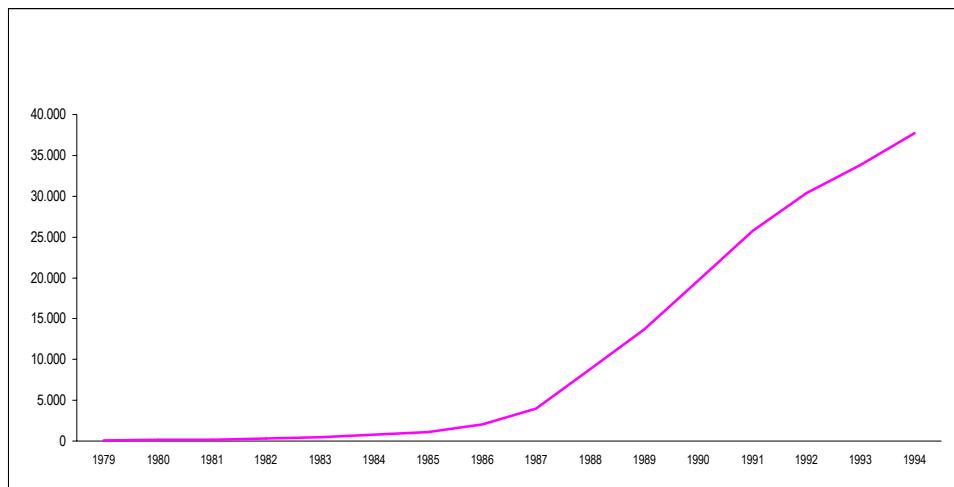
interno. Asimismo, algunos autores han señalado que se produjo una burbuja especulativa en el sector financiero (Blaine, 1998; Dornbusch y Werner, 1994; Gil-Díaz, 1998; Palazuelos, 2001). La creación de burbujas especulativas, tanto en el sector financiero como en el inmobiliario queda patente en el aumento desorbitado del índice bursátil mexicano y del índice de precios de la vivienda en los años previos al estallido de la crisis (gráficos 4.1 y 4.2). El índice bursátil mexicano se multiplicó por más de 6 entre los años 1990 y 1994, pasando de 445 en enero de 1990 a 2.781 en enero de 1994 (gráfico 4.1). Por lo que respecta al precio de la vivienda en México, su subida en los años previos a la crisis es aún más alarmante. Partiendo de un índice con base 100 en 1978, el crecimiento de dicho precio se aceleró a partir de 1987, aumentando hasta 3.972 en este año y multiplicándose casi por 10 entre 1987 y 1994. El índice se situaba en 37.716 en 1994, en el momento en el que estallaba la crisis (gráfico 4.2).

Gráfico 4.1. Índice bursátil. México



Fuente: Banco de México (1992a, 1993a, 1994a y 1995a)

Gráfico 4.2. Índice nacional de precios al consumidor de la vivienda. México (1978 = 100)



Fuente: Banco de México (1992a, 1993a y 1994a)

El reparto del crédito (cuadro 4.8) indica que gran parte de los créditos se dedicaron al consumo. Y es que en los años del *boom* de crédito se produjo un aumento del crecimiento del consumo privado (cuadro 4.9). El crecimiento más alto del periodo se produjo en 1989 (6,8%). Aunque disminuyó en años posteriores, el crecimiento se mantuvo en cotas elevadas hasta el estallido de la crisis, sobre todo si se compara con los crecimientos que se registraban en los ochenta. Algunos autores sostienen que el crecimiento del consumo privado en la primera mitad de los noventa se explica en parte por la creciente importación de bienes de consumo (Blaine, 1998; Dornbusch y Werner, 1994). De hecho, el peso de los bienes de consumo respecto del total de mercancías importadas fue en aumento durante la primera mitad de los noventa, pasando de poco más del 4% en 1987 al 12% en los dos años previos a la crisis (cuadro 4.9). A esto, hay que sumarle que en el mismo periodo las importaciones de mercancías crecieron vertiginosamente, multiplicándose por cuatro entre 1987 y 1994 (medido en dólares corrientes). Así, el aumento de la compra al extranjero de bienes de consumo con respecto al total de bienes importados significa que la compra de bienes de consumo se disparó, literalmente, multiplicándose por 13 en el mismo periodo de tiempo.

Cuadro 4.9. Consumo e importaciones. México

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Δ anual del consumo privado (%)	-0,1	1,8	6,8	6,1	4,9	3,9	0,2	3,7
importaciones de mercancías (millones de dólares)	18.812	28.082	34.766	41.593	49.966	62.129	65.367	79.300
bienes de consumo (millones de dólares)	768	1.927	3.499	5.099	5.834	7.744	7.842	9.500
bienes de consumo (% de las importaciones)	4,08	6,8	10,06	12,26	11,67	12,46	12	11,98

Fuente: Banco de México (1994b y 1995b)

El aumento de la importación de bienes de consumo se explica por el proceso de liberalización comercial iniciado en 1984, en el marco del conjunto de reformas estructurales adoptadas por México en los ochenta y en los noventa. La supresión de las medidas de protección comercial fue, al igual que la liberalización financiera, contundente y rápida. Por ejemplo, las licencias de importación, que afectaban al 100% del valor de las importaciones en 1982, tan sólo afectaban al 27,8% de los productos de importación en 1986. Asimismo, el arancel máximo pasó del 100% en 1986 al 25% en 1994; y el arancel medio descendió desde el 27% en 1983 hasta el 12,4% en 1994 (OCDE, 1996). No obstante, la liberalización comercial no se aplicó por igual a todos los productos de importación. La reducción de los aranceles se produjo, sobre todo, en los bienes de consumo (Dornbusch y Werner, 1994), lo cual explica el aumento de la importación de bienes de consumo con relación a otro tipo de productos como bienes de equipo o bienes intermedios.

Se observa, pues, un cambio en la asignación del crédito que coincide con la etapa de entrada masiva de capital extranjero en México. Además, según Trigueros (1998), son las entradas de capital extranjero (y no otros factores) las que provocan este cambio en la distribución sectorial del crédito interno. Según este autor, de forma tradicional, las entradas de capital en México se han destinado en mayor medida al consumo que a la inversión. Por ejemplo, en el

periodo 1982-1989, el 75% de las entradas se dedicaron al consumo (sobre todo privado) y tan sólo el 19% se destinó a la formación bruta de capital fijo (FBCF). Pero, además, en periodos de fuertes entradas de capital, esta tendencia se agudiza. Más concretamente, en el periodo de entradas de capital que precedió la crisis financiera de 1994, el porcentaje de entradas de capital que se destinó al consumo se elevó a más del 80% y la FBCF solamente absorbió el 19,74% de dichas entradas.

## 1.2. Denominación en pesos

El crédito se concedía, sobre todo, en pesos, lo cual es lógico vista la gran cantidad de estos créditos que se destinaban al consumo privado interno y a la financiación de la compra de viviendas. La proporción de créditos concedidos en pesos no solamente no disminuyó en el periodo de entrada masiva de ahorro externo, sino que en algunos años incluso aumentó a pesar de que dichos créditos se financiaban en gran parte con ahorro externo captado en divisas. En 1994, el porcentaje de créditos que se concedieron en pesos ascendía a casi el 79% del crédito otorgado por la banca comercial (frente al 21% de los créditos concedidos en moneda extranjera) mientras que en 1989 esta cifra era de algo más del 74% (cuadro 4.10).

Cuadro 4.10. Distribución por monedas del crédito concedido por la banca comercial. México (%), a 31 de diciembre

	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (a)
créditos denominados en moneda extranjera	25,62	24,28	22,60	20,61	22,46	21,13
créditos denominados en pesos	74,38	75,72	77,40	79,39	77,54	78,87

(a) Valores a 31 de octubre

Fuente: Banco de México (1994a) y cálculos propios

En definitiva, puede decirse que la distribución interna del ahorro externo captado por México fue desastrosa. México se endeudó fuertemente a corto plazo y en moneda extranjera en el periodo 1990-1994 y utilizó esos fondos

para financiar el déficit por cuenta corriente y para conceder masivamente créditos no productivos y de alto riesgo, tales como créditos al consumo y préstamos hipotecarios, denominados en moneda local. Huelga decir que, dada la composición de los flujos recibidos del exterior y el uso de estos fondos, las autoridades mexicanas fracasaron rotundamente en uno de los principales objetivos de la reforma económica de los años ochenta, que era obtener, mediante la liberalización financiera y comercial, un volumen de fondos suficientes para financiar un proceso de desarrollo económico. Como señalan Sánchez Daza y Sánchez Tabarés (2000): “Si la intención de la apertura y la desregulación financiera fue la de terminar con una economía ‘reprimida’ y asignar eficientemente el capital, los resultados hasta el momento no son del todo compatibles con esos propósitos.” (Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000, p. 696).

## 2. CAUSAS DEL *BOOM* DE CRÉDITO

Se pueden dividir los factores que explican el volumen y la asignación del crédito mexicano de principios de los noventa en dos grupos. Por una parte están los factores que ya se señalaron en el esquema teórico del segundo capítulo. Según dicho esquema, el alto volumen del crédito interno se explica por la magnitud de las entradas de capital extranjero y el alto grado de intermediación bancaria. La asignación a proyectos de alto riesgo se explica por tres factores que son: unas expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión, la existencia de garantías gubernamentales a los depósitos bancarios y, por último, la ausencia de un sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria. Por otra parte, existen unos factores específicos para el caso de México que también contribuyen a explicar el volumen y la asignación del crédito. Estos factores son tres: la apreciación del peso, la adopción de una política monetaria expansiva y la intervención del gobierno en los mercados financieros. Este epígrafe está dedicado a la explicación de todos estos factores. Primero se

estudiarán los factores generales y, en el siguiente apartado, se repasarán las causas específicas.

## 2.1. Factores generales

Las expectativas de rentabilidad y la debilidad del sistema de supervisión de la actividad financiera ya se han estudiado en este capítulo (epígrafes B.2 y A.2.3, respectivamente). Las reformas estructurales fueron interpretadas como una señal positiva por los inversores, que sobrevaluaron la rentabilidad de las inversiones en el nuevo entorno económico. En cuanto a la debilidad del sistema de supervisión bancaria, conviene destacar, en este punto, aquellas medidas (o falta de medidas) directamente relacionadas con la reasignación del crédito en el interior de la economía mexicana. Aparte de la autolimitación de la capacidad de supervisión por parte de las autoridades monetarias, la laxitud de los requisitos de liquidez fue un factor determinante en el *boom* de crédito (Calvo y Mendoza, 1996). Esto es, la disminución y posterior supresión de cualquier tipo de requisito de reservas a la banca comercial mexicana dio lugar a un aumento de la concesión de créditos con relación al volumen de recursos de la banca comercial.

Al estudiar el sistema de regulación y supervisión, también se señaló que algunas acciones del gobierno pudieron ser interpretadas como la concesión de garantías, por parte de éste, a los depósitos bancarios. Como ya se señaló, la privatización de la banca no estuvo acompañada por la ampliación de la responsabilidad del sector privado sobre ésta. El gobierno siguió asegurando, en caso de quiebra, no solamente las pérdidas de los depositantes sino también las que pudieran sufrir los accionistas. Así, el gobierno siguió asumiendo la responsabilidad de las pérdidas del sector aunque éste estuviera en manos privadas. Esto pudo generar cierto riesgo moral por parte de los agentes bancarios (Montes-Negret y Landa, 1999).

Queda, por último, comprobar que existía, en México, un alto grado de intermediación bancaria. Esto se deduce del estudio de los receptores del capital extranjero (epígrafe B.2). El sector bancario era un receptor directo importante de este tipo de capitales<sup>133</sup>. Para calcular el grado de intermediación bancaria, se ha recurrido a lo que Hall (2000) denomina el ratio de crédito, que se calcula dividiendo el crédito concedido a las empresas privadas no financieras por la base monetaria. La ventaja de este indicador –frente a otros como podría ser el multiplicador monetario– es que refleja la intermediación bancaria local de los capitales externos recibidos por el sector bancario. No obstante, como señala Hall (2000), el ratio no capta la intermediación bancaria local de los flujos de capital externo recibidos por otros sectores de la economía, como pueden ser los créditos concedidos por bancos extranjeros directamente a empresas no financieras locales. En cualquier caso, el ratio de crédito aumentó durante los años que duró el *boom* de crédito mexicano: no superó la unidad hasta 1987 pero a partir de esa fecha fue creciendo hasta alcanzar 3,84 en 1990, año en que se inició el *boom* de crédito, y 7,69 en 1993, cuando finalizó (cuadro 4.11). Puede decirse que México registraba, en los años del *boom* de crédito, un alto grado de intermediación bancaria: durante el periodo 1990-1993, el ratio medio era de 5,75 mientras que en los mismos años, Argentina –cuya economía comparte similitudes con la mexicana– registró un ratio de crédito medio de tan sólo 2,21 (FMI, 1999a).

Además, el sector bancario canalizó gran parte de los flujos de capital extranjero que recibían otros sectores. Esto es así porque tanto el mercado de renta variable como el muy desarrollado mercado de renta fija generaban un volumen importante de beneficios que eran canalizados posteriormente por intermediarios financieros. Se ha estimado que la intermediación bancaria (ya fuera directa o indirecta) cubría el 60%, aproximadamente, de las entradas de capital extranjero (Trigueros, 1998).

---

<sup>133</sup> Aunque, como se verá en el siguiente capítulo, en menor medida que en Corea del Sur a mediados de los noventa (capítulo 5).

Cuadro 4.11. Grado de intermediación bancaria: ratio de crédito. México (millones de nuevos pesos y %)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
base monetaria	5.665	8.251	14.078	20.591	23.740	31.326
dinero en circulación	1.738	3.067	7.339	13.201	18.030	24.689
reservas bancarias	3.927	5.184	6.739	7.390	5.710	6.637
crédito al sector privado	4.661	7.531	18.262	34.092	71.982	120.418
ratio de crédito	0,82	0,91	1,30	1,66	3,03	3,84
	1991	1992	1993	1994	1995	
base monetaria	39.946	45.940	49.644	61.303	174.950	
dinero en circulación	32.513	38.116	43.351	52.035	60.839	
reservas bancarias	7.433	7.824	6.293	9.268	114.111	
crédito al sector privado	191.646	305.526	381.856	520.252	490.022	
ratio de crédito	4,80	6,65	7,69	8,49	2,80	

Fuente: FMI (1998a) y cálculos propios

## 2.2. Causas específicas

La apreciación real del peso fue un factor determinante en la asignación del crédito por sectores (Trigueros, 1998; Lustig y Ros, 2000). En concreto, la apreciación del peso explica que una buena parte del ahorro externo se destinara a la compra de bienes de consumo provenientes del extranjero. La apreciación de la moneda provocó un abaratamiento de las importaciones y un encarecimiento de las exportaciones en los años previos a la crisis de 1994. Con una moneda apreciada era, pues, más difícil vender los productos mexicanos en el extranjero. En consecuencia, las actividades exportadoras, ya fuera de distribución o de producción se volvieron menos rentables, lo cual desincentivó la inversión en este tipo de actividades. Hubo cierto traslado de esta inversión a otras actividades productivas no exportadoras. Pero dado que el aumento relativo de la rentabilidad de las actividades no exportadoras era inferior a la disminución de la rentabilidad en el sector exportador, y dado que las importaciones se habían abaratado a raíz de la apreciación de la moneda, la mayor parte del crédito no invertido en el sector exportador fue absorbido, sobre todo, por el consumo privado (Lustig y Ros, 2000).

Además, dada la apreciación del peso y el peligro de una mayor apreciación, el gobierno decidió intervenir en el mercado de divisas, vendiendo pesos y comprando moneda extranjera para evitar una apreciación excesiva de la moneda mexicana. La intervención del gobierno provocó un aumento de las reservas en divisas del banco central. Para evitar que este aumento se tradujera en un aumento de la masa monetaria y por tanto de la liquidez y del crédito interno, las autoridades decidieron esterilizar el aumento de las reservas. Esto significa que el Banco de México trató de compensar dicho aumento con una disminución del crédito del banco central a los sectores público y/o bancario<sup>134</sup>. No obstante, la esterilización no fue completa o, lo que es lo mismo, la disminución del crédito del banco central fue inferior al aumento de las reservas en divisas. Por ejemplo, en 1991, el aumento de las reservas fue, aproximadamente, de 7.000 millones de dólares y la disminución del crédito del banco central fue de tan sólo 5.000 millones de dólares (Banco de México, 1992b). Esto significa que parte del aumento de las reservas se tradujo en un aumento de la masa monetaria y, por tanto, de la liquidez y el crédito interno. En definitiva, la esterilización incompleta del aumento de las reservas contribuyó en parte al volumen del *boom* de crédito (Blaine, 1998; Lustig y Ros, 2000).

La política monetaria llevada a cabo en el periodo de entrada masiva de capitales también influyó más en el volumen que en la asignación del crédito interno. La política restrictiva que había estado detrás de las altas entradas de capital a principios de la década se convirtió en 1991 en una política expansiva y ello a pesar de que se llevaron a cabo operaciones de esterilización. Así, la política monetaria, lejos de controlar el aumento de la actividad bancaria, promovía el *boom* de crédito. El tipo de interés real, que se situaba por encima del 25% en 1989, disminuyó hasta el 2% en 1991 y 1992, para volver a aumentar hasta el 10% en 1993 y 1994 (Blaine, 1998).

---

<sup>134</sup> Recuérdese el balance simplificado del banco central:  $M = R + C$ .

## D. DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS

En principio, la entrada masiva de capital extranjero –que se compone fundamentalmente de deuda, que vence a corto plazo y/o se caracteriza por una alta volatilidad y que está denominada, sobre todo, en divisas sin que los agentes se cubran del riesgo de tipo de cambio– y la posterior canalización de dicho ahorro extranjero en un *boom* de crédito que se concede para consumo o para inversiones de alto riesgo da lugar a un deterioro de los balances de la red bancaria que se manifiesta en un empeoramiento de la calidad de los activos bancarios. Si, además, el crédito interno vence a largo plazo y está denominado en moneda local, se produce también un aumento de los desajustes de moneda y vencimiento en los balances bancarios (capítulo 2). Puede decirse que en México se produjo un aumento del desajuste de moneda y un empeoramiento de la calidad de las carteras de préstamos de la red bancaria local. No puede afirmarse, sin embargo, que se produjera un aumento del desajuste de vencimientos en los balances de la red bancaria mexicana.

El desajuste de moneda de los balances de la banca comercial surge tras el inicio del proceso de reforma económica. En 1985, no existía desajuste de moneda entre los activos y los pasivos bancarios, es más, la proporción de activos en moneda extranjera superaba la de pasivos en moneda extranjera (36,5% y 26,8%, respectivamente) (cuadro 4.12). Sin embargo, este margen se fue reduciendo en los años posteriores hasta producirse un desajuste de 0,59% en 1988. Dicho desajuste fue en aumento hasta 1991 (3,11%) para luego disminuir al año siguiente. Dicha disminución probablemente es consecuencia de la implantación, en 1992, de medidas restrictivas sobre pasivos en divisas para la banca comercial (Banco de México, 1994b). Además, se produce un empeoramiento del indicador una vez estallada la crisis en 1994. En definitiva, la red bancaria mexicana sufrió un empeoramiento del desajuste de moneda coincidiendo con la etapa de entrada masiva de capital extranjero y de *boom* de

crédito, a pesar de la reducción de dicho desajuste en los años 1992 y 1993. Este desajuste pasó de -9,67% en 1985 a 1,16% en 1993.

Cuadro 4.12. Desajuste de moneda en los balances de la banca comercial. México (% , a 31 de diciembre)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (a)
activos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
en pesos	63,52	61,16	65,82	71,08	74,38	75,72	77,40	79,39	77,54	78,87
en divisas	36,48	38,84	34,18	28,92	25,62	24,28	22,60	20,61	22,46	21,13
pasivos	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
en pesos	73,20	67,70	68,54	70,49	72,61	73,30	74,30	76,97	76,38	76,44
en divisas	26,80	32,30	31,46	29,51	27,39	26,70	25,70	23,03	23,62	23,56
desajuste	-9,67	-6,54	-2,73	0,59	1,77	2,42	3,11	2,43	1,16	2,43

(a) a 31 de octubre

Fuente: Banco de México (1992a y 1994a) y cálculos propios

Por lo que respecta al desajuste de vencimientos en los balances de la red bancaria local, no puede afirmarse que éste aumentara durante los años previos al estallido de la crisis. El Banco de México no dispone de datos estadísticos de los activos y pasivos de la banca local desagregados por vencimientos, por lo que no se puede estudiar la evolución de esta variable durante los primeros años noventa. No obstante, es muy probable, dado lo analizado en los dos epígrafes anteriores (epígrafes B y C) que no se produjera la aparición de un desajuste de vencimientos, a diferencia de lo que ocurre con la denominación de los activos y los pasivos bancarios en el mismo periodo de tiempo. En efecto, por una parte, al analizar las entradas de capital extranjero en los primeros años noventa (epígrafe B), se señaló que dichas entradas se produjeron, sobre todo, en forma de capitales volátiles (créditos directos a corto plazo y títulos cotizables de deuda) y que entre ellos destacaba la entrada de títulos de deuda cotizables. Estos títulos no tienen por qué vencer a corto plazo, de hecho, pueden tener cualquier tipo de vencimiento, a pesar de su alto grado de liquidez (y, por tanto, de volatilidad)<sup>135</sup>. Esto significa que no tuvo por qué producirse, en los años previos al estallido de la crisis, un fuerte aumento

<sup>135</sup> La liquidez de este tipo de títulos no proviene de su vencimiento sino del hecho de que pueden ser revendidos con facilidad y rapidez en sus correspondientes mercados de cotización.

de los pasivos a corto plazo de la banca mexicana. Por otra parte, al estudiar las características del *boom* de crédito, se subrayó el crecimiento de los créditos al consumo, créditos que no tienen por qué vencer a largo plazo (epígrafe C). Esto indica que quizás no se produjera un crecimiento significativo de los activos a largo plazo en relación con los activos a corto en los balances de la banca mexicana. Así pues, si el análisis de las entradas de capital y del *boom* de crédito no dejan patentes ni el crecimiento de los pasivos bancarios a corto plazo ni el aumento de los activos bancarios a largo plazo, no puede afirmarse que se produjera un aumento del desajuste de vencimientos en los balances de la red bancaria mexicana.

Según diversos autores, la calidad de los préstamos en México sí registró un empeoramiento significativo en el periodo de entrada masiva de capital extranjero, lo cual parece lógico, vista la distribución del *boom* de crédito que se llevó a cabo en dicho periodo (Blaine, 1998; Gil-Díaz, 1998; Mishkin, 1996; Montes-Negret y Landa, 1999; Ros, 1999). Por lo que respecta a la banca comercial, la cartera de principal vencido fue creciendo a partir de 1988<sup>136</sup>. El principal vencido en 1989 era solamente del 1,73% de la cartera total. En octubre de 1994, dicho porcentaje se había elevado hasta 7,26% (cuadro 4.13). Además, según datos del Banco de México (1993b, 1994b y 1995b), si se suman los intereses vencidos al principal vencido, la cartera vencida se eleva hasta 5,3% en 1992, 7,1% en 1993 y 8,2% en 1994, partiendo de 1,7% en 1988. Según otros datos ofrecidos por Ros (1999), el porcentaje de préstamos vencidos respecto de la cartera total podría haberse elevado hasta el 9% en 1994 (o 15.000 millones de dólares). Atendiendo a la distribución de la cartera vencida por tipos de créditos, se observa que la cartera de créditos al consumo era la que mayor porcentaje de impagados registraba. En 1992, la cartera vencida de créditos al consumo era del 14,3%, cifra que aumentó hasta el 26,8% en 1994 (Banco de México 1994b y 1995b). Recuérdese que los créditos

---

<sup>136</sup> La cartera vencida disminuyó en el periodo 1983-1988, mientras la banca comercial estuvo en manos del sector público (Banco de México, 1993b).

al consumo fueron los que registraron un mayor aumento en los años de entrada masiva de capitales.

Cuadro 4.13. Cartera vencida de la banca comercial y de las arrendadoras financieras. México (millones de nuevos pesos, a 31 de diciembre)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 (a)
<b>banca comercial</b>							
cartera vencida (sólo principal)	903	1.761	3.824	7.662	14.724	24.357	38.419
crédito total	n.d.	101.736	163.631	245.560	351.306	437.383	529.062
% de vencidos (sólo principal)	n.d.	1,73	2,34	3,12	4,19	5,57	7,26
<b>arrendadoras financieras</b>							
cartera vencida	n.d.	51	111	426	1.201	2.672	3.897
cartera vigente	n.d.	2.902	8.072	15.138	22.231	25.773	34.050
% de vencidos	n.d.	1,74	1,36	2,74	5,13	9,39	10,27

(a) Los datos de 1994 son del mes de octubre

Fuente: Banco de México (1993a, 1994a, 1995a) y cálculos propios

El deterioro del balance consolidado (generado por un crecimiento de la cartera vencida) no se dio sólo en la banca comercial. Se produjo también un deterioro de este tipo, en ocasiones, en otras instituciones financieras tales como las arrendadoras financieras o las empresas de factoraje financiero. En cuanto a las arrendadoras financieras, la cartera vencida era del 1,74% de la cartera total en 1989, una cifra similar a la que registró en el mismo año la banca comercial. En 1994, la cartera vencida alcanzaba el 10,27% de la cartera total, una cifra superior a la que registró en ese año la banca comercial. En cuanto a las firmas de factoraje financiero, el porcentaje de impagados era aún mayor: 5,5% en 1992, 8,4% en 1993 y 13,2% en 1994 (Banco de México 1993b, 1994b y 1995b).

En definitiva, parece que los balances bancarios mexicanos no registraron un creciente desajuste de vencimiento pero sí un aumento del desajuste de moneda y un empeoramiento de la calidad de los créditos concedidos.

Ante el creciente deterioro de los balances bancarios, las autoridades monetarias trataron de tomar medidas para frenar, sobre todo, el aumento de la cartera vencida tanto en la banca comercial como en otras instituciones financieras. Así, en marzo de 1991, se aprobó una normativa por la cual se implantó un nuevo sistema de evaluación de riesgos y por la que se obligaba a las instituciones financieras a dotar reservas en función de la clasificación del crédito por niveles de riesgo (Banco de México, 1993b). Como resultado, aumentaron las dotaciones de provisiones por pérdidas en el sistema bancario. Esta partida era de 9.500 millones de nuevos pesos para el conjunto de la banca comercial en 1992, de 14.200 millones de nuevos pesos en 1993 y de 21.900 en 1994. Sin embargo, este fuerte crecimiento no fue suficiente para contrarrestar el crecimiento de los impagados. Las provisiones de 1993 tan solamente cubrían el 44,6% de la cartera vencida y las del año 1994 sólo alcanzaban a respaldar el 42,1% de dicha cartera (Banco de México 1994b).

Según Goldstein y Turner (1996), el sector financiero no fue el único en sufrir un empeoramiento de sus balances. El sector empresarial no financiero también se endeudó fuertemente con el sector exterior, como ya se ha señalado en el análisis de las entradas de capital extranjero. Estos autores destacan el desajuste de moneda entre los activos y los pasivos de este tipo de balances. Aunque el 60% de los pasivos del conjunto de las grandes y medianas empresas estaba denominado en moneda extranjera, sus ventas en moneda extranjera tan sólo ascendían al 10% de las ventas totales.

## **E. AUMENTO DEL RIESGO DE CRISIS**

En los epígrafes anteriores se han repasado todos los pasos que dieron lugar al deterioro de los balances de la red bancaria mexicana, empezando por el proceso de globalización financiera. Según el esquema teórico planteado en el segundo capítulo, este deterioro de los balances bancarios y/o el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales da lugar a un aumento de la selección adversa y del riesgo moral, y esto último provoca un aumento del riesgo de crisis. Ya se ha estudiado el comportamiento de los mercados financieros internacionales (capítulo 3), sin poder llegar a una respuesta sobre si ha aumentado o no la incertidumbre en los mercados financieros internacionales en los últimos decenios y a raíz del proceso de globalización financiera. No obstante, a lo largo de este capítulo sí se ha podido comprobar que en México, en los años previos a la crisis, se dieron los mecanismos internos que desencadena, en teoría, un proceso de globalización financiera, y que se produjo, por tanto, un deterioro de los balances de la red bancaria e incluso, posiblemente y como ya se ha señalado antes, de la red empresarial no financiera.

Según el esquema teórico propuesto en esta tesis –y con base en la teoría de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998)– no es necesario que se deterioren ambos parámetros (la incertidumbre y los balances) para que se produzca un aumento del riesgo de crisis (a través del empeoramiento de la selección adversa y del riesgo moral). En definitiva, basta con que los balances bancarios se deterioraran en México, en los años previos a la crisis, para poder afirmar (según el esquema teórico propuesto) que se produjo un aumento del riesgo de crisis en dicha economía en el periodo previo a 1994.

El empeoramiento de la selección adversa y del riesgo moral no son los únicos factores que promueven el aumento de la vulnerabilidad financiera. Ya en la exposición del esquema teórico (capítulo 2) se admite el carácter

reduccionista de dicho esquema y se contempla la posibilidad de que existan otras variables, de carácter no financiero, que intervengan en el aumento del riesgo de crisis –aunque la aparición y causas de dichas variables no se explique exhaustivamente ni en la propuesta teórica ni en los estudios empíricos sobre México y Corea del Sur–. En el caso de México, puede decirse, en este sentido, que se observa, sobre todo, un deterioro de los parámetros comerciales (aumento del déficit por cuenta corriente) y la aparición de problemas cambiarios (apreciación del peso).

Al estudiar el destino del crédito interno, ya se señaló que una buena parte de los créditos al consumo se utilizó para importar bienes de consumo. El fuerte consumo de bienes extranjeros estaba promovido por la apreciación del peso, que abarataba los productos extranjeros (Blecker, 1996; Palazuelos, 2001; Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000; Trigueros, 1998) y por las políticas de apertura comercial, que promovían especialmente la libre entrada de bienes de consumo extranjeros (frente a otro tipo de bienes como bienes de equipo o productos intermedios). De modo que, aunque la liberalización comercial dio lugar a un aumento tanto de las exportaciones como de las importaciones, el aumento de las compras en el extranjero superó al de las ventas al extranjero. Las exportaciones mexicanas de bienes se multiplicaron por 1,15 en el periodo 1982-1994 (crecieron a una tasa media anual de algo más del 1%) mientras que las importaciones de bienes se multiplicaron por 2,11 en el mismo periodo, creciendo a una tasa media anual del 6,44%. El aumento más rápido de las importaciones respecto de las exportaciones explica la aparición de un déficit por cuenta corriente que no hizo más que aumentar hasta el estallido de la crisis en 1994 (cuadro 4.14).

Además de provocar, al menos en parte, el déficit por cuenta corriente, la apreciación de la moneda presenta un problema porque pone en peligro la estabilidad del régimen cambiario cuando éste es fijo o semi-fijo. La apreciación real del peso mexicano fue consecuencia de la entrada masiva de

capital extranjero y de la acumulación de reservas<sup>137</sup> (Sánchez Daza y Sánchez Tabarés, 2000). En realidad, la acumulación de reservas fue causa y consecuencia de la apreciación real de la moneda, dada la existencia de un ancla respecto del dólar. Esto es así porque las autoridades monetarias intervinieron en el valor del peso con el fin de mantener la paridad fija (o semi-fija). El banco central se dedicó, pues, a vender pesos y comprar divisas con el objeto de empujar a la baja el valor de mercado del peso. Así, el banco central empezó a acumular aún más reservas en divisas de las que ya estaba acumulando por el mero *boom* de entradas de capital. Este mayor aumento de las reservas ejerció como otro factor *pull* más y se reavivaron las entradas de capital, empujando de nuevo al alza el valor del peso (Blecker, 1996). Si se calcula el tipo de cambio real del peso sobre la base de los salarios de la industria manufacturera y para los principales socios comerciales de México, se observa que la apreciación del tipo de cambio real fue casi del 50% entre los años 1980 y 1994. Partiendo de un índice con base 100 en 1980, el tipo de cambio real se situaba en 51,32 en 1994 (gráfico 4.3).

En definitiva, además de un deterioro de sus parámetros fundamentales financieros, México sufrió, en los años previos al estallido de la crisis financiera de 1994, un deterioro de sus parámetros monetarios y comerciales, lo cual reforzó el aumento de la vulnerabilidad financiera del país a sufrir una crisis. Queda ver cómo se produjo el paso de esta vulnerabilidad al estallido de la crisis propiamente dicha.

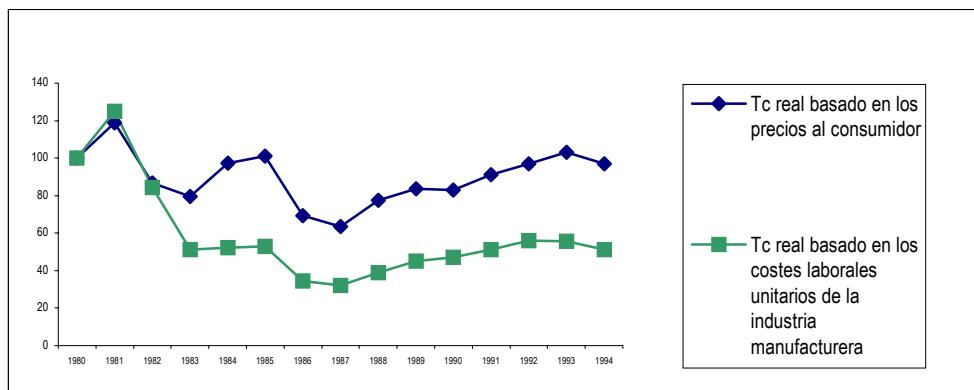
Cuadro 4.14. Balanza comercial de bienes. México (% del PIB)

	1982	1982-88	1989-90	1991-93	1994	Δ1982-94	Δ anual
balanza comercial	4,12	5,97	-0,08	-3,68	-4,90	-1,19	-201,29
exportaciones	14,08	18,18	16,82	14,33	16,14	1,15	1,14
importaciones	9,95	12,21	16,91	18,01	21,04	2,11	6,44

Fuente: FMI (1998a) y cálculos propios

<sup>137</sup> La acumulación de reservas era el resultado de que el superávit de la balanza financiera fuera mayor que el déficit de la balanza por cuenta corriente.

Gráfico 4.3. Tipo de cambio efectivo real. México (1980 =100) (a)



(a) El tipo de cambio en base a los precios al consumo ha sido estimado a partir de los precios al consumo de 133 países ponderados por su PIB. El tipo de cambio en base a los costes laborales ha sido estimado sobre la base del ratio entre los salarios por hora y la producción por persona en los ocho mayores socios comerciales de México.

Fuente: Banco de México (1995b)

## F. ESTALLIDO DE LA CRISIS

La mayoría de los autores que han estudiado la crisis mexicana de mediados de los noventa señalan que el estallido de la crisis se produjo a finales de 1994, cuando las autoridades se vieron forzadas a abandonar la paridad fija del peso (Calvo y Mendoza, 1996; Espinosa y Russell, 1996; Mishkin, 1996). Qué fecha se señale como el inicio de la crisis financiera mexicana tiene importantes implicaciones para el estudio de dicha crisis ya que, como se verá a lo largo de este epígrafe, en función de cuándo se feche el inicio de la crisis, se considerará que intervinieron unas variables u otras en su estallido. Por su parte, la ubicación temporal del estallido dependerá de cómo se defina una crisis y de cómo se defina el estallido de dicha crisis.

En este estudio se va a fechar el estallido de la crisis mexicana en función de lo expuesto en el esquema teórico (capítulo 2). En la propuesta teórica, se da a entender que la crisis estalla cuando se produce un cambio en las expectativas de los agentes privados que da lugar a un ataque especulativo que provoca una crisis financiera. En otras palabras, la crisis estalla cuando empiezan los ataques especulativos contra la moneda o en cualquier otro mercado de cotización oficial (mercado de valores, bonos cotizables...)<sup>138</sup>; y no cuando las autoridades monetarias se ven obligadas a dejar flotar la moneda, tras varios ataques especulativos contra ésta, como lo hacen los autores arriba mencionados.

Efectivamente, según Calvo y Mendoza (1996), Espinosa y Russell (1996) y Mishkin (1996) la crisis mexicana estalló a finales de 1994, en

---

<sup>138</sup> Una buena medida para fechar el comienzo de un ataque especulativo es haciendo un seguimiento del nivel de reservas en divisas del banco central. Si las autoridades monetarias mantienen un tipo de cambio intervenido, tendrán que vender sus reservas en divisas para defender el tipo de cambio local. Así, una disminución en el nivel de reservas indica que el gobierno está defendiendo la moneda o, lo que es lo mismo, que la moneda está siendo atacada. Asimismo, el índice bursátil también sirve de indicador para los ataques especulativos.

concreto, el 20 de diciembre que fue cuando se produjo la depreciación repentina del peso. Visto de este modo, existen numerosos factores, aparte de los que se han repasado en los epígrafes anteriores, que promovieron la crisis. En este sentido, Mishkin (1996) señala que todos los factores que él plantea en su teoría de la inestabilidad financiera aparecieron antes del estallido de la crisis mexicana<sup>139</sup>. A lo largo del año 1994 y antes de que se depreciara el peso, el índice bursátil había sufrido una fuerte caída, los tipos de interés mexicanos habían aumentado abruptamente, la situación económica y política era muy inestable y se habían deteriorado fuertemente los balances de la red bancaria. Además, en el mismo año, se había producido un fuerte drenaje de las reservas en divisas del banco central mexicano. Asimismo, según Calvo y Mendoza (1996) una de las causas de la crisis reside en los altos niveles de deuda pública denominada en dólares. Pero esta deuda se había generado a lo largo del año 1994 (y no antes) cuando el gobierno decidió convertir masivamente los bonos denominados en pesos (como los cetes) en Tesobonos, que son títulos denominados en dólares.

Así, si se fecha el inicio de la crisis en el momento en el que empiezan los primeros ataques especulativos, es decir, en febrero de 1994, entonces el aumento de la deuda pública que, según Calvo y Mendoza (1996), contribuyó al estallido de la crisis, pasa a ser, como mucho, un error de política económica en la respuesta del gobierno a la crisis; y varios de los factores que Mishkin (1996) define como desencadenantes del estallido pasan a ser consecuencias de dicho estallido. En concreto, no se produjo una caída del índice bursátil ni una subida de los tipos de interés mexicanos antes de que se iniciaran los ataques especulativos. En cambio, antes de que se iniciara el ataque, sí se había generado ya cierta inestabilidad política y habían aumentado los tipos de interés norteamericanos, disminuyendo el diferencial de tipos de interés entre

---

<sup>139</sup> Para el caso concreto de la crisis de México, estos factores son la caída del índice bursátil, el aumento de la incertidumbre tanto económica como política, el aumento de los tipos de interés y el deterioro de los balances de la red bancaria.

México y Estados Unidos; diferencial que, como ya se ha señalado, había contribuido a atraer capital extranjero a México. En definitiva, si se observa el nivel de reservas en divisas del banco central, puede verse que el drenaje de reservas comenzó una vez estallados los problemas políticos y cuando la Reserva Federal decidió elevar los tipos de interés; la caída del índice bursátil comenzó más o menos a la vez que el drenaje de reservas y los tipos de interés mexicanos no se elevaron hasta pasadas varias semanas. A continuación se estudia todo esto con más detenimiento<sup>140</sup>.

Los primeros ataques especulativos comenzaron en enero de 1994, a raíz de la rebelión zapatista en el Estado de Chiapas. La rebelión armada cogió al gobierno completamente desprevenido y la noticia tuvo una gran trascendencia en los medios de comunicación. La rebelión no se frenaría hasta que el PRI aceptó emprender una ronda de negociaciones con los líderes rebeldes. El levantamiento armado de Chiapas se hizo sentir en la bolsa mexicana: el índice bursátil empezó a caer ese mismo mes de enero tras haber aumentado de forma continuada desde mediados del año 1993 (gráfico 4.4). En cambio, las reservas en divisas siguieron aumentando (gráfico 4.5). El 4 de febrero, la Reserva Federal estadounidense decidió elevar los tipos de interés un cuarto de punto, situándolos en 3,25%. El nivel de las reservas mexicanas en divisas apenas se alteró, pero la bolsa mexicana fue más sensible a la subida de los tipos norteamericanos y el índice bursátil siguió cayendo en el mes de febrero.

En la segunda mitad de marzo los problemas financieros y políticos se agravaron sensiblemente. El 22 de marzo la Reserva Federal volvió a aumentar los tipos en un cuarto de punto. El mismo día, Manuel Camacho Solís anunció oficialmente que no se presentaría a las siguientes elecciones. Camacho Solís había sido el encargado de negociar una solución política para el problema de Chiapas y algunos sectores de la opinión pública barajaban su nombre –no sin

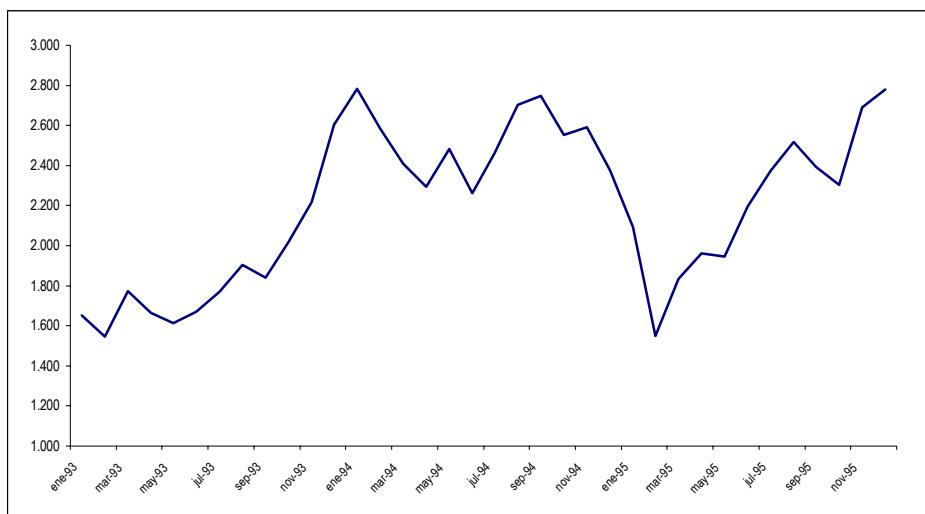
---

<sup>140</sup> La cronología de los problemas políticos surgidos en México en 1994 ha sido extraída de Espinosa y Russell (1996).

esperanzas— como posible candidato del PRI a las elecciones de agosto. Al día siguiente, el 23 de marzo, se produjo el asesinato del candidato oficial a la presidencia para las elecciones del mes de agosto, Luis Donaldo Colosio. Aunque en el momento no se descubrió al autor del atentado, corrían rumores de que el responsable (al menos indirecto) del asesinato podía ser un miembro del mismo partido, aunque perteneciente a una facción distinta de la agrupación política. El índice bursátil siguió cayendo en picado y, esta vez, la caída en el nivel de reservas fue contundente: entre el 23 de marzo y el 21 de abril, el banco central de México perdió más de 10.000 millones de dólares en reservas: éstas pasaron de más de 28.000 millones a unos 17.500 (gráfico 4.5). Además de defender el valor del peso mediante la venta de reservas, las autoridades dejaron aumentar los niveles de los tipos de interés, con el fin de recuperar la confianza de los inversores sin tener que agotar las reservas. Por ejemplo, el tipo de interés sobre los cetes a largo plazo pasó de 10,31% en marzo a 15,92% el mes siguiente (gráfico 4.6).

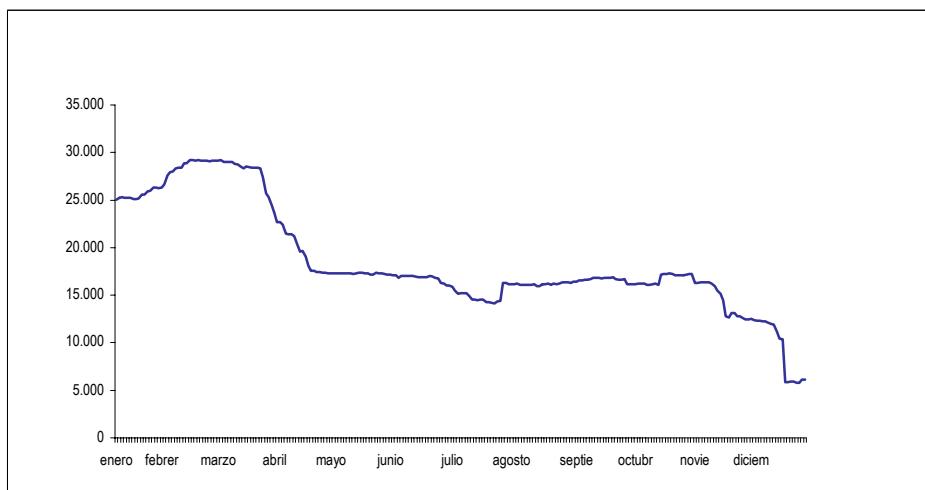
Tras los fuertes ataques de marzo y abril, la situación se estabilizó, relativamente, durante los meses siguientes; y ello a pesar de que la Reserva Federal volvió a aumentar los tipos de interés en dos ocasiones, hasta situarlos en el 4,25%. Tanto el índice bursátil como los tipos de interés locales y el nivel de reservas internacionales se mantuvieron relativamente estables —aunque en descenso— (gráficos 4.4, 4.5 y 4.6). El asesinato de Colosio había provocado un vacío político a pocos meses de las elecciones y no existía consenso entre los miembros del partido sobre cuál debería ser el nuevo candidato a las elecciones. Finalmente, el partido decidió presentar a Ernesto Zedillo, un economista con escasa experiencia política, lo cual ponía en peligro la victoria del PRI en las elecciones o la estabilidad política tras una eventual victoria. La atención de los medios de comunicación se centró en la campaña electoral, lo cual desvió la atención de los persistentes problemas en la región de Chiapas. El 26 de agosto de 1994, el PRI, con Ernesto Zedillo a la cabeza, ganó las elecciones presidenciales.

Gráfico 4.4. Índice bursátil. México



Fuente: Banco de México (1995a)

Gráfico 4.5. Reservas internacionales. México, 1994 (millones de dólares)

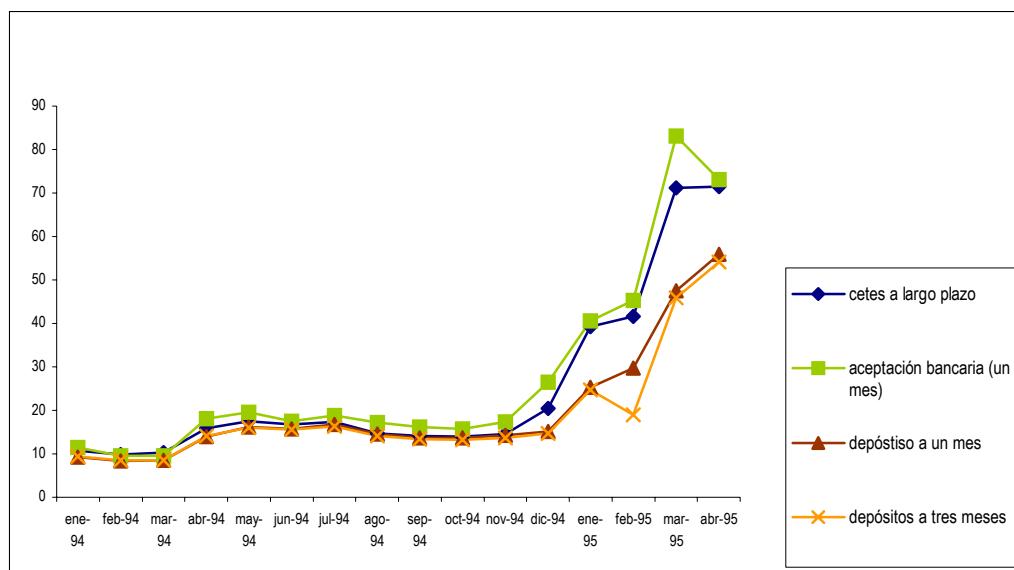


Fuente: Banco de México (1995b)

Tras unas semanas de cierta calma política, el escándalo volvió a estallar el 28 de septiembre con el asesinato de José Francisco Ruiz Massieu, Secretario General del PRI. Mario Ruiz Massieu, hermano del fallecido, fue designado para investigar las circunstancias del asesinato. La noticia hizo que se reiniciaran los ataques especulativos. El índice bursátil descendió de 2.750 en septiembre a 2.500 en octubre (gráfico 4.4). Unas semanas más tarde, el 23

de noviembre, Mario Ruiz Massieu acusó públicamente a la élite del partido de entorpecer la investigación del asesinato con el fin de encubrir a los culpables del homicidio y decidió renunciar a su cargo. Las sospechas cayeron sobre Raúl Salinas de Gortari, hermano del ex-presidente Carlos Salinas de Gortari. Además, a mediados de noviembre, la Reserva Federal volvió a aumentar el tipo de interés, esta vez tres cuartos de puntos, de modo que éste se situó en 5,50%. El índice bursátil cayó en picado. Las reservas descendieron hasta 12.000 millones de dólares a mediados de diciembre y los tipos de interés empezaron a subir sin medida (gráficos 4.4, 4.5 y 4.6).

Gráfico 4.6. Tipos de interés. México

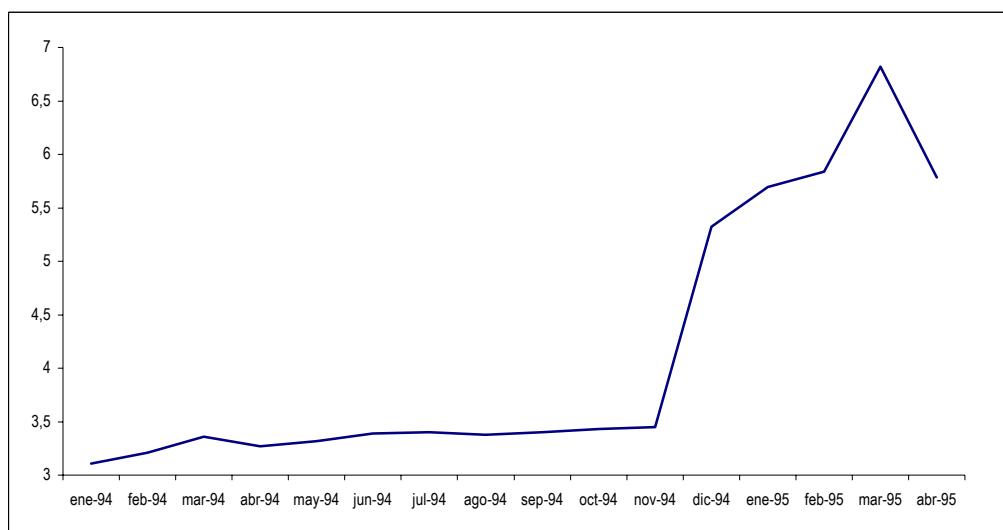


Fuente: Banco de México (1995b)

El 19 de diciembre, la situación en Chiapas se agravó ya que se produjo un nuevo levantamiento armado al que el gobierno replicó con el envío de un contingente armado a la región. Mientras que las reservas y la bolsa seguían cayendo, los tipos de interés seguían aumentando. De modo que el 20 de diciembre las autoridades monetarias decidieron devaluar el peso un 15%, ante la imposibilidad de defender su valor. Entre los días 20 y 22 de diciembre las reservas se agotaron prácticamente. El día 20 eran de algo más de 10.000 millones de dólares y dos días más tarde ya se situaban en menos de 6.000

millones. Así que, el 22 de diciembre, México abandonó su régimen cambiario y dejó flotar la moneda, con lo que el tipo de cambio del peso se disparó de 3,4498 pesos por dólar a final de noviembre a 5,3250 pesos por dólar a finales de diciembre (gráfico 4.7).

Gráfico 4.7. Tipo de cambio nominal peso/dólar (final del periodo)



Fuente: Banco de México (1995b)

En definitiva, parece que, a diferencia de lo que sostiene Mishkin (1996), los problemas políticos y la subida de los tipos de interés en Estados Unidos provocaron el cambio en las expectativas de los agentes privados. Además, la caída de la bolsa, la subida de los tipos de interés mexicanos y la incertidumbre política quedan descartados como factores de aumento de la vulnerabilidad financiera. En primer lugar, la caída del índice bursátil no es un preludio del estallido de la crisis sino que es una manifestación del estallido en sí. En segundo lugar, si bien los tipos de interés estadounidenses aumentaron antes de que estallara la crisis mexicana, los tipos mexicanos no les siguieron hasta varias semanas después de que se iniciaran los ataques especulativos. En tercer lugar, la incertidumbre política provocó el cambio de expectativas de los agentes.

Según el marco teórico propuesto en esta tesis (capítulo 2, epígrafe C), el aumento del riesgo de crisis, sumado al cambio de expectativas de los agentes privados da lugar a uno o varios ataques especulativos que son los que determinan el estallido de la crisis financiera. Además, recuérdese que el cambio de expectativas de los agentes privados se divide en dos variables que son el cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados y el comportamiento de los fondos de inversión colectiva o agentes internacionales. Varios autores sostienen que la crisis de México en 1994 es, en parte, el resultado de un cambio de expectativas por parte de los inversores internacionales (Calvo y Mendoza, 1996; Fratzscher, 1998; Mussa y Richards, 1999; Sachs *et al.*, 1996). En otras palabras, parece que el aumento del riesgo de crisis descrito a lo largo de este capítulo no fue suficiente para desencadenar por sí sólo un ataque especulativo que diera lugar a una crisis financiera como la que sufrió México en 1994.

Por lo que respecta al comportamiento de los fondos de inversión colectiva, en el capítulo anterior (capítulo 3, epígrafe B.4) ya se llegó a la conclusión de que, si bien no se ha podido demostrar, hasta la fecha, que los inversores internacionales provocan un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, sí se ha hecho patente, en diversas ocasiones, su poder de mercado, su tendencia al *herding* o, en un sentido más amplio, al *feedback trading*. Por último y por lo que respecta al cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados, este último epígrafe se ha dedicado a estudiar qué factores pudieron provocar dicho cambio y se ha llegado a la conclusión de que los dos principales factores fueron el aumento de los tipos de interés en Estados Unidos y la creciente inestabilidad política en México. Mussa y Richards (1999) señalan la política monetaria estadounidense como el principal desencadenante de la crisis mexicana mientras que, según Calvo y Mendoza (1996), la inestabilidad política desempeñó un papel más relevante.

En definitiva, puede decirse, una vez más, que en este punto concreto el marco teórico propuesto en el segundo capítulo de esta tesis parece ser el adecuado para explicar lo ocurrido en México en 1994. En primer lugar, el riesgo de crisis descrito a lo largo de este capítulo no causó por sí sólo los ataques especulativos que comenzaron en las primeras semanas de 1994. En otras palabras, el cambio de expectativas de los agentes privados fue decisivo para provocar la crisis financiera. En segundo lugar, las dos variables en las que puede dividirse el cambio de expectativas de los agentes privados también parecen darse en la crisis de México. La adopción, por parte de Estados Unidos, de una política monetaria más restrictiva y la aparición de problemas políticos en México provocaron un cambio *per se* en las expectativas de los agentes privados que, dado el poder de mercado y el comportamiento gregario de este tipo de agentes, dio lugar a los ataques especulativos que desembocarían en la crisis financiera mexicana.

## CONCLUSIÓN

Las presiones ejercidas por el actual proceso de globalización financiera sumadas a la escasez de ahorro interno llevaron a México a emprender, en los ochenta, una reforma estructural que incluía la apertura de su sistema financiero. La liberalización financiera –que fue demasiado rápida y que no estuvo acompañada ni de un sistema eficaz de regulación y supervisión bancaria ni de la implantación de controles a la entrada de capitales– se sumó a ciertos factores<sup>141</sup> para generar una entrada masiva de capital extranjero que, además, tenía un fuerte componente de deuda, era altamente volátil y/o vencía a corto plazo y estaba, en gran parte, denominado en moneda extranjera sin que los agentes se cubrieran del riesgo cambiario. La canalización del capital extranjero dentro de la economía mexicana no fue la correcta. Dicho capital se convirtió en un *boom* de crédito<sup>142</sup> que se distribuyó para actividades de inversión demasiado arriesgadas –como inversiones especulativas en el sector inmobiliario o en el bursátil– y para el consumo<sup>143</sup>. Todo esto dio lugar al deterioro de los balances de la red bancaria local, lo cual se manifestó en el aumento del desajuste de monedas entre activos y pasivos y en el aumento de los préstamos de dudoso cobro.

Durante los años previos al estallido de la crisis se produjo, además, un aumento del déficit por cuenta corriente que, sumado al deterioro de los parámetros financieros y a la apreciación del peso, dio lugar a un aumento de la vulnerabilidad financiera. En esta situación, el cambio de las expectativas de

---

<sup>141</sup> Estos factores son unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas generadas por la reforma estructural, un alto diferencial de tipos de interés, un régimen cambiario semi-fijo, el aumento de la liquidez internacional provocado por la globalización financiera, el proceso de privatización y la reestructuración de la deuda mexicana.

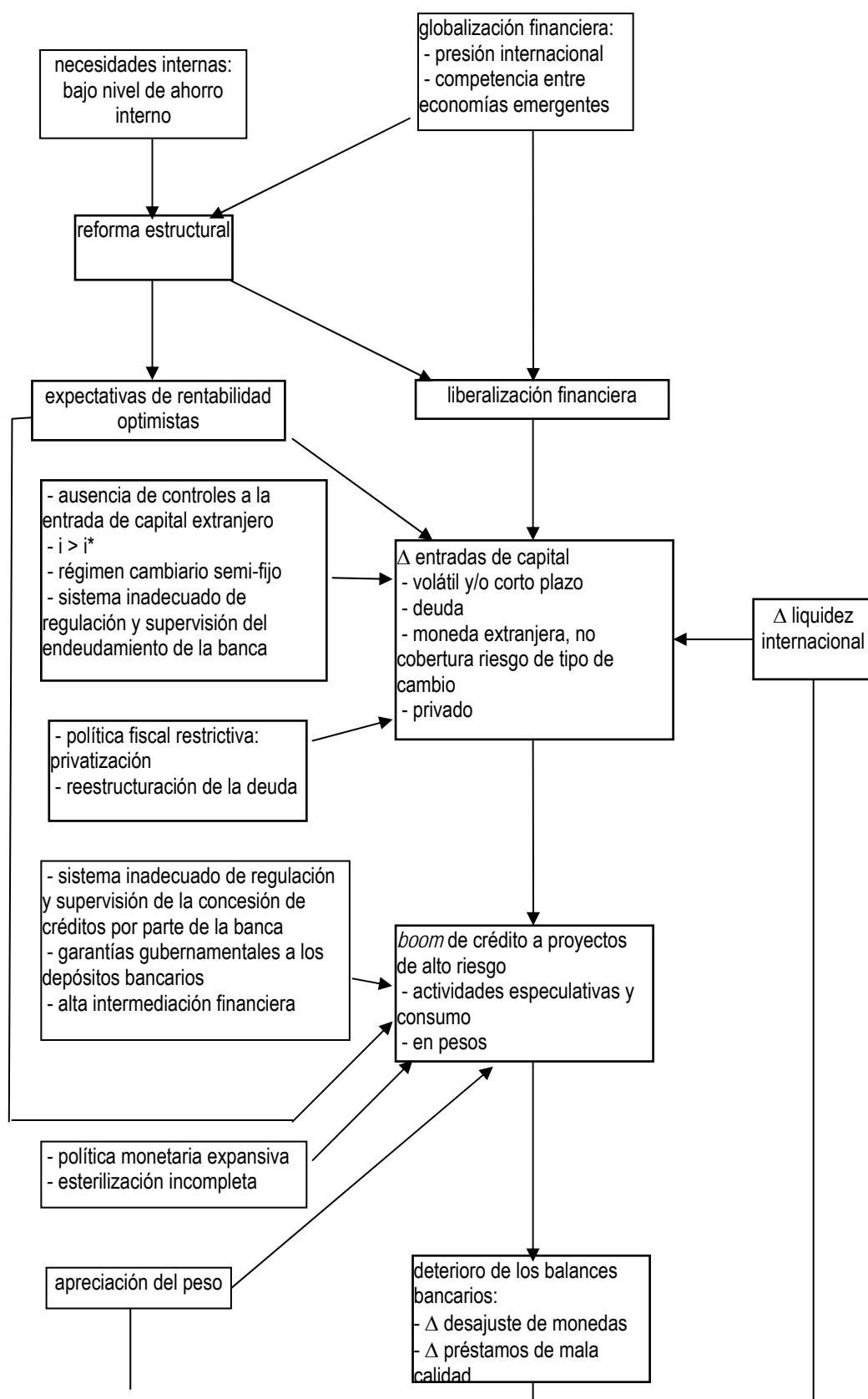
<sup>142</sup> El alto volumen del crédito fue consecuencia del volumen de las entradas de capital y del alto grado de intermediación bancaria.

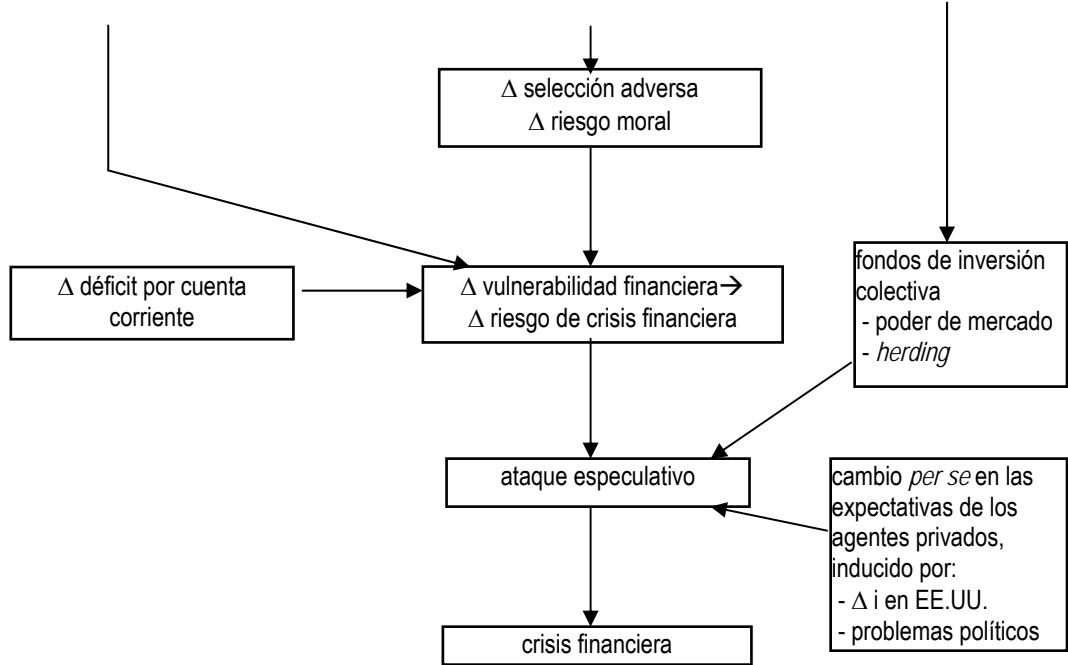
<sup>143</sup> La distribución del crédito interno fue consecuencia de la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria, de unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas, de las garantías gubernamentales a los depósitos bancarios (o la creencia de que existían dichas garantías), de la caída de los tipos de interés en los momentos previos a la crisis, de la esterilización incompleta de las entradas de capital y de la apreciación del peso.

los agentes que participan en los mercados financieros internacionales a principios del año 1994 provocó una serie de ataques especulativos que generaron una crisis financiera.

Ya se señaló que algunas de las variables que unen la vía internacional con la nacional –esto es, el empeoramiento de la asimetría de la información y el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales– no se pueden demostrar para el caso de México. Además, por lo que respecta a las variables que configuran la vía nacional, hay una de ellas que no parece cumplirse para México y es que la banca mexicana no sufrió un aumento del desajuste de vencimientos en sus balances. No obstante sí se produjo el deterioro de dichos balances, que se manifestó en un aumento del desajuste de monedas y en una pérdida del valor de sus activos. Las variables y los mecanismos que, en teoría, unen el aumento del riesgo de crisis y el estallido de la misma sí se demuestran con la crisis de México. De modo que puede decirse, en términos generales, que la experiencia sufrida por México en 1994 permite contrastar empíricamente la propuesta teórica planteada en la primera sección de esta tesis, o, al menos, la vía interna y los mecanismos que conducen del aumento de la vulnerabilidad financiera al estallido de la crisis.

Gráfico 4.8. La crisis de México (1994): factores internos y estallido de la crisis





## **CAPÍTULO 5**

### **LA CRISIS DE COREA DEL SUR (1997):**

#### **FACTORES INTERNOS Y ESTALLIDO DE LA CRISIS**

La finalidad de este capítulo es la misma que la del capítulo anterior. Es decir que lo que aquí se pretende es contrastar, de nuevo, lo que en el esquema teórico se ha denominado la vía interna mediante la cual la globalización financiera incide en un aumento del riesgo de crisis en una economía emergente. En este caso se recurre para ello a la crisis financiera que estalló en Corea del Sur en 1997. Asimismo, en este estudio empírico también se evalúa la validez, para el caso coreano, de los mecanismos teóricos que conducen del aumento del riesgo de crisis al estallido de la misma.

Como se verá a lo largo de este quinto capítulo, la crisis surcoreana de los noventa también sirve para confirmar empíricamente la vía interna y el paso posterior hacia el estallido de la crisis. Al igual que ocurre con México, algunas variables planteadas en la propuesta teórica no se demuestran en este estudio y, en cambio, surgen otros factores no contemplados en el marco teórico y que parecen tener cierta relevancia para explicar lo ocurrido en Corea del Sur en 1997. Por lo que respecta a las variables contempladas en el esquema teórico y que no se demuestran para el caso de Corea, aparecen de nuevo, como es evidente, las variables que pertenecen a la vía externa y que no pudieron ser demostradas en el tercer capítulo de esta tesis (el empeoramiento de la asimetría de la información y el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales). En cuanto a las variables que contribuyen a explicar la crisis en Corea del Sur pero que no son contempladas en el estudio teórico, quizás la más importante es el deterioro de los balances del sector privado no financiero que se produce en paralelo al de los balances del sector financiero (gráfico 5.5). Aun así puede decirse, en términos generales, que, tanto la vía interna como los mecanismos que unen el aumento de la vulnerabilidad financiera y el estallido de la crisis financiera quedan

empíricamente demostrados con el estudio de la crisis de Corea del Sur en 1997 (gráfico 5.5).

Además de las diferencias que puedan aparecer entre lo expuesto en el marco teórico y lo ocurrido en Corea, en este capítulo también se ponen de manifiesto ciertas diferencias entre las variables y relaciones causales que provocaron la crisis en México y las que provocaron la crisis en Corea. Todas ellas se irán señalando a lo largo de este capítulo. Sirva de ejemplo que el *boom* de crédito coreano se destinó a aumentar la dimensión productiva de la industria coreana mientras que el mismo *boom* que tuvo lugar en México unos años antes se destinó al consumo y a financiar actividades especulativas. Pero, en cualquier caso, los dos países coinciden en que sus respectivos *booms* de crédito se canalizaron hacia actividades de alto riesgo lo cual acabó redundando en un deterioro de los parámetros financieros de la economía. Y es que ni esta diferencia ni ninguna otra de las observadas en el estudio que se expone a continuación contradicen las ideas expuestas en el esquema teórico ni se desvían fundamentalmente de éste.

Por este motivo, el índice de este capítulo es prácticamente idéntico al del capítulo anterior. En primer lugar, se estudia el proceso de liberalización financiera emprendido en los ochenta, fruto en buena medida de la globalización financiera (epígrafe A). A continuación, se analizan el volumen y las características de la entrada masiva de capital extranjero –derivada de dicho proceso de apertura– (epígrafe B) y del *boom* de crédito en que se canalizó la entrada de capital extranjero (epígrafe C). En cuarto lugar, se estudian las principales manifestaciones del deterioro de los balances de la red financiera (epígrafe D). En quinto y sexto lugar se evalúan, al igual que para México, el aumento del riesgo de crisis –resultado del deterioro de los parámetros financieros, comerciales, cambiarios y productivos– y cómo este aumento del riesgo se transforma en una crisis financiera con el contagio de las crisis asiáticas iniciadas en Tailandia en el verano de 1997 (epígrafes E y F).

## **A. LIBERALIZACIÓN FINANCIERA**

En este primer epígrafe se analizarán, en primer lugar, las principales causas que subyacen al proceso de liberalización financiera que comenzó en Corea del Sur a principios de los ochenta (siguiendo el esquema teórico planteado en el segundo capítulo de esta tesis). En segundo lugar, se repasarán las medidas más importantes de este proceso de liberalización (tanto la desregulación del sistema financiero interno como la apertura de la cuenta de capitales) y se evaluará la calidad del sistema de regulación y supervisión (de bancos y de instituciones financieras no bancarias) que acompañó a la citada liberalización.

### **1. CAUSAS DE LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA**

En el segundo capítulo de esta tesis se plantea una propuesta teórica según la cual la liberalización financiera suele formar parte de un paquete más amplio de reformas y que, además, suele ser consecuencia, en buena medida, de un proceso de globalización financiera. Para el caso concreto de México, se dabán ambas variables, como se estudió en el capítulo anterior (capítulo 4). El caso de Corea del Sur es, no obstante, ligeramente diferente. No puede decirse que las autoridades coreanas liberalizaran su sector financiero como consecuencia de la implantación de una reforma estructural de mayor envergadura. Paralelamente a la reforma del sistema financiero interno y a la apertura de la cuenta de capitales, la única reforma estructural que el gobierno surcoreano llevó a cabo fue la liberalización de su cuenta corriente.

No es muy común que una economía subdesarrollada o emergente emprenda un proceso de liberalización financiera de forma aislada (o acompañado, únicamente, de un proceso en paralelo de apertura comercial), no estando éste incluido en un paquete más amplio de reformas estructurales. Cabe, pues, preguntarse qué empujó a las autoridades coreanas a llevar a cabo

dicha medida. La principal razón que puede encontrarse es la presión ejercida por el proceso de globalización financiera (es decir, uno de los dos motivos fundamentales expuestos en la propuesta teórica del capítulo 2). Para comprender esto mejor, es conveniente repasar bajo qué circunstancias las autoridades surcoreanas decidieron emprender dicho proceso de liberalización financiera.

El modelo de desarrollo de los “cuatro dragones”<sup>144</sup> y la importancia del Estado en dicho modelo de desarrollo ya han sido estudiados en numerosas ocasiones –véase, por ejemplo, Bustelo (1990 y 1994)–. Todos los análisis destacan la IOE (industrialización orientada a la exportación) como una pieza clave de dicho modelo de desarrollo, particularmente en Corea del Sur. La importancia que otorga la estrategia de IOE a la política comercial hizo que la mayor o menor apertura de la cuenta de capitales quedara supeditada a los objetivos en materia puramente comercial durante las décadas de los sesenta y setenta. No obstante, en el paso de la década de los setenta a la de los ochenta, se produce un cambio: a partir de ese momento el proceso de reforma financiera cobra peso propio y éste es, según la literatura económica sobre la materia, el inicio del proceso de liberalización financiera (Baliño y Ubide, 1999; Cho, 1999; Dooley y Shin, 2000; Lee y You, 2000 y Woo-Cumings, 1997). Según Woo-Cumings (1997), este cambio de estrategia respondió a la creciente presión que empezaron a ejercer los Estados Unidos sobre las autoridades surcoreanas con el fin de que éstas emprendieran un proceso de liberalización financiera. Desde el punto de vista estrictamente económico, los motivos por los que el gobierno de Reagan estaba interesado en que Corea liberalizara su cuenta de capital son bien sencillos. La estrategia de desarrollo coreana, basada en una agresiva actividad exportadora, había dado sus frutos y, al principio de la década, el país asiático registraba altos superávit comerciales con algunas potencias industrializadas entre las que destacaban los Estados

---

<sup>144</sup> Los cuatro “dragones” son Taiwán, Corea del Sur, Hong Kong y Singapur, que comparten modelos de desarrollo económico similares.

Unidos. Para éstos, un modo de corregir el desequilibrio económico externo con Corea era no solamente consiguiendo reducir dicho déficit mediante un aumento de las exportaciones a este país, sino también compensando el déficit comercial bilateral con un superávit en la cuenta de capital, esto es, invirtiendo capital en Corea. Para ello era necesario, no obstante, que Corea abriera su protegida cuenta de capitales.

El gobierno coreano podía haber reaccionado de distintas maneras ante la presión norteamericana para flexibilizar su balanza de pagos. Los motivos por los que el gobierno asiático no hizo caso omiso a las presiones americanas son fundamentalmente dos. En primer lugar, los Estados Unidos podían tomar represalias y empezar a dificultar las exportaciones coreanas a su país. Los efectos de una medida de estas características hubieran sido muy perjudiciales para Corea ya que, como se acaba de señalar, los ingresos por exportaciones eran una pieza clave de su modelo de crecimiento y desarrollo. El segundo motivo por el que Corea cedió a las presiones externas para liberalizar su cuenta de capitales se encuentra en la reacción norteamericana ante la crisis económica sufrida por Corea del Sur en 1979 y 1980 (Woo-Cumings, 1997). Efectivamente, en 1980, los Estados Unidos ofrecieron, junto con Japón, ayuda financiera a Corea del Sur para que superara con mayor facilidad los efectos de la crisis de finales de los setenta<sup>145</sup>. A estos dos motivos puramente económicos, hay que sumar los argumentos políticos y militares. La situación geopolítica de Corea del Sur en los ochenta era altamente delicada. Este pequeño país que se estaba abriendo al exterior y que exportaba agresivamente toda clase de bienes estaba rodeado de dos grandes potencias comunistas como eran entonces la Unión Soviética y China, además de hacer frontera con Corea del Norte que amenazaba permanentemente con una posible invasión. La ayuda

---

<sup>145</sup> En ocasiones, se ha argumentado que la crisis de finales de los setenta impulsó a las autoridades coreanas a iniciar el proceso de liberalización financiera. Sin embargo, algunos autores como Lee y You (2000) y como Woo-Cumings (1997) sostienen que fue más el éxito de las políticas de desarrollo que la segunda crisis del petróleo el que dio lugar al comienzo de dicho proceso de reforma.

militar de Estados Unidos y su apoyo político eran indispensables para Corea del Sur en un entorno de estas características. No obstante, a pesar de la presión de los Estados Unidos, no puede hablarse de una apertura contundente de la cuenta de capitales en la década de los ochenta. Como se verá más adelante, las medidas liberalizadoras adoptadas en esa década fueron, en su mayoría, parciales y en todo caso de alcance limitado.

Así, la reforma y la liberalización financieras “reales” no llegaron hasta la década de los noventa (Cho, 1999; Dooley y Shin, 2000 y Lee y You, 2000). Como se verá más adelante, el gobierno del presidente Roh Tae Woo adoptó algunas medidas liberalizadoras, como las primeras fases del plan de desregulación en cuatro etapas anunciado en 1991. Sin embargo, las medidas más contundentes se adoptaron con la llegada al poder de Kim Young Sam en 1993 (Cho, 1999). Cabe ahora repasar cuáles fueron los motivos por los que se aceleró repentinamente el proceso de liberalización financiera más de una década después de su inicio. Puede decirse que, según la literatura especializada, existen, básicamente, tres factores que explican esta aceleración en el proceso de liberalización financiera. El primero de ellos es el giro ideológico que se da a principios de los noventa en el panorama político-económico surcoreano. Este giro comienza con la llegada de Roh al poder en 1988. Con el nuevo gobierno, las principales ideas que habían servido de base para el proceso de desarrollo económico en las tres décadas anteriores empiezan a verse trastocadas. Las políticas de desarrollo que se habían basado, entre otras cosas, en un sector financiero altamente intervenido por el Estado y herméticamente cerrado al exterior, empiezan a ser consideradas obsoletas por las nuevas autoridades. Así, como señalan Lee y You (2000), con la llegada de Roh al poder, empieza la retórica de la liberalización. El sucesor de Roh, Kim Young Sam (que goberaría desde 1993 hasta 1997) acentuó este cambio ideológico: con el nuevo presidente, llegó también la política de *segyewha* (globalización) que consistía, sobre todo, en una filosofía económica general a la que se suponía que deberían supeditarse los cambios en política económica

que se dieran en el interior del país (Dooley y Shin, 2000; Lee y You, 2000). Se ha señalado que uno de los motivos a los que responde este cambio ideológico es que los tecnócratas surcoreanos de finales de los ochenta y principios de los noventa habían recibido su formación universitaria en centros estadounidenses tales como Stanford, lo cual redundó en un fuerte sesgo neoliberal en sus planteamientos económicos (Lee y You, 2000; Woo-Cumings, 1997)<sup>146</sup>.

El segundo factor que promovió la aceleración del proceso reformador en los noventa fue el propio proceso liberalizador y aperturista iniciado en los ochenta. En efecto, parece que la lenta y gradual liberalización financiera (y comercial) iniciada una década antes había dado lugar a una serie de cambios que demandaban una apertura aún mayor. Según Lee y You (2000), por una parte, al aumentar la participación de Corea del Sur en los mercados comerciales y financieros internacionales, la antigua burocracia encargada de velar por el buen cumplimiento de las estrategias de desarrollo en décadas anteriores fue perdiendo capacidad para lidiar con los problemas que podían surgir en un entorno completamente nuevo. Por tanto, el propio ingreso en dichos mercados internacionales fue un motor del cambio en las instituciones que se produciría con la liberalización de los noventa. Por otra parte, la misma inserción en los mercados financieros internacionales y las políticas liberalizadoras de los ochenta habían alterado la relación de fuerzas entre los sectores público y privado, restando poder al primero y otorgándoselo al segundo. Además, el sector privado empresarial había obtenido altos beneficios con las reformas de los ochenta por lo que las ventajas de la liberalización para el sector privado y su creciente poder sobre el sector público hicieron que las presiones del empresariado al gobierno, para acelerar el proceso de reforma, fueran eficaces.

---

<sup>146</sup> Muchos tecnócratas que ejercieron su cargo en décadas anteriores habían sido formados en Japón.

En tercer y último lugar, los estudios sobre la liberalización financiera en Corea sugieren que un factor clave en la aceleración del proceso de reforma financiera fue el proceso de globalización financiera que se daba en la economía internacional desde los setenta (Cho, 1999; Lee y You, 2000). El movimiento internacional hacia una mayor integración de los mercados comerciales y, sobre todo, financieros, actuó de forma definitiva para impulsar el proceso de liberalización financiera en los ochenta y, por encima de todo, para acelerarlo en los noventa. Esta “presión externa de las fuerzas de la globalización” (Lee y You, 2000, p. 5) se manifestó, según estos autores, en tres presiones concretas: la de los Estados Unidos, la de la OMC (Organización Mundial del Comercio) y la de la OCDE. En cuanto a los Estados Unidos, los motivos por los que estaban interesados en que Corea del Sur acelerara su proceso de liberalización en los noventa son básicamente los mismos que explican por qué estaban interesados en que se iniciara dicho proceso en los ochenta. Por lo que respecta a la OMC, una de las decisiones que se adoptaron en la ronda Uruguay fue la apertura y liberalización del comercio de servicios financieros, lo cual supuso una fuerte presión para la liberalización de la cuenta de capitales de la mayoría de los países más o menos protegidos que estaban integrados en ese momento en los circuitos comerciales internacionales. La tercera fuente de presión internacional para que Corea abriera su cuenta de capitales provino de la OCDE (Adelman y Song, 1998; García y Olivé, 1998 y 1999). Corea del Sur solicitó el ingreso en dicho organismo como parte de la nueva política de *seyewha* y “crear un entorno para un movimiento más libre del capital y la inversión internacional fue el *quid pro quo* del acceso de Corea a la OCDE” (Lee y You, 2000, p. 6).

Resumiendo, puede decirse que todos los factores que explican el inicio del proceso de liberalización en los ochenta y su posterior aceleración en los noventa están, directa o indirectamente, ligados al proceso de globalización financiera. En efecto, por una parte, las presiones de la globalización se manifiestan más concretamente en las presiones externas que recibieron las

autoridades surcoreanas, por parte de los Estados Unidos, de la OMC y de la OCDE, para liberalizar su sector financiero. Por otra parte, la voluntad de las autoridades locales de desregular su sector financiero interno y de abrir su cuenta de capitales se basaba en la idea de que la inserción en el proceso de globalización era la opción más beneficiosa para el país en ese momento (de ahí la existencia de una política de *seyewha*). En último lugar, la inserción de Corea del Sur en la globalización financiera, es decir, la liberalización financiera de los ochenta, está también en el origen de la aceleración de dicha liberalización financiera en los noventa.

## 2. REFORMA FINANCIERA

Una vez vistos qué factores subyacen al inicio del proceso de liberalización financiera en Corea, cabe ahora repasar cuáles son las medidas concretas (al menos las más importantes) que incluyó dicho proceso de liberalización financiera. Ya se ha señalado que una de las principales características de la liberalización financiera coreana es que fue lenta y prudente en la década de los ochenta y que, posteriormente, experimentó una aceleración en el decenio de los noventa (en particular, a partir de 1994). Este aumento del ritmo redundó en unos peores diseño y aplicación de dichas medidas de liberalización. Varios autores han criticado la liberalización de los noventa. Por ejemplo, según Cho (1999), la liberalización financiera se llevó a cabo de forma desequilibrada en cuatro aspectos. El primero de estos desequilibrios es el que se produjo entre el ritmo de desarrollo de infraestructuras de mercado y el de desregulación del mercado de deuda a corto plazo. El segundo desequilibrio es el que se dio entre la liberalización del mercado de deuda a largo plazo y el de deuda corto plazo. En tercer lugar, también surgieron desequilibrios entre el sector bancario y el de las instituciones financieras no bancarias. En cuarto y último lugar, la apertura de la cuenta de capitales dio lugar a un desequilibrio entre las entradas de capital extranjero a corto y a largo plazo. Por otra parte, según Baliño y Ubide (1999),

a pesar de la aceleración del ritmo de liberalización financiera en los noventa, ésta fue, dentro de un orden, gradual y prudente; no obstante, según estos autores, fue la falta de un sistema adecuado de regulación y supervisión de la actividad del sector financiero la que hizo que dicho proceso de liberalización provocara, en último término, el estallido de una crisis financiera en 1997.

De las medidas de liberalización adoptadas en el decenio de los ochenta, cuando dicha liberalización fue más prudente, cabe destacar las cuatro siguientes. En primer lugar, las autoridades decidieron privatizar la banca comercial (que había sido nacionalizada en los sesenta para dirigir el crédito hacia sectores estratégicos<sup>147</sup>) y ampliar la libertad de creación de nuevos bancos y de instituciones financieras no bancarias. En segundo lugar, se desregularon parcialmente los tipos de interés –por ejemplo, en 1987, se eliminaron los tipos de interés preferenciales– y se adoptaron algunas medidas para encaminar al sector financiero hacia el modelo de banca múltiple. En tercer lugar, se adoptaron una serie de medidas destinadas a promover el desarrollo de los mercados de cotización, tanto de bonos como de acciones. Por ejemplo, se introdujeron nuevos instrumentos financieros (como los certificados de depósito) y se estableció la primera agencia de *rating* coreana (especializada en el *rating* de bonos cotizables). En cuarto lugar, también se promovió la apertura gradual de los mercados financieros coreanos a los inversores extranjeros (Baliño y Ubide, 1999; Lee y You, 2000). No obstante, los estudios que han analizado la liberalización financiera en Corea coinciden en que las medidas adoptadas en los ochenta fueron parciales y, en cualquier caso, de escasa repercusión, sobre todo si se comparan con las que se adoptarían en el decenio siguiente (Baliño y Ubide, 1999; Lee y You, 2000). De hecho, Lee y You (2000) señalan que, en ciertos aspectos, la liberalización era teórica pero no se producía *de facto*. Por ejemplo, a pesar de la

---

<sup>147</sup> Véase Amsden (1989).

privatización del sector bancario, el gobierno seguía siendo el encargado de designar a los altos ejecutivos de la banca coreana.

Así, este epígrafe va a centrarse en las medidas adoptadas en los noventa, que son las que realmente dieron como resultado la liberalización del sector financiero coreano. Partiendo del estudio de Cho (1999), en este epígrafe se repasarán, en primer lugar, las medidas de desregulación del sistema financiero interno (liberalización de los tipos de interés y del crédito y medidas de fomento de la competencia). En segundo lugar, se estudiará la apertura de la cuenta de capitales. Y, en tercer y último lugar, se evaluará la calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria en particular y financiera en general.

## 2.1. Desregulación del sistema financiero interno

### 2.1.1. Liberalización de los tipos de interés y del crédito

Con el fin de liberalizar los tipos de interés, el gobierno de Roh anunció, en 1991, un plan en cuatro etapas que debía finalizar en 1997 con la supresión completa de cualquier tipo de intervención del Estado en el nivel de los tipos de interés. Con la llegada de Kim Young Sam al poder en 1993, se aceleró la aplicación del plan (mediante el Proyecto para la Liberalización Financiera y la Apertura del Mercado de julio de 1993 y el Plan para la Reforma del Tipo de Cambio de diciembre de 1994), con lo que algunas de las medidas se adoptaron antes de la fecha prevista (Cho, 1999). Las principales medidas adoptadas con el plan fueron las siguientes.

En la primera fase (1991), se liberalizaron los tipos de interés de préstamo a corto plazo, tanto de bancos como de instituciones financieras no bancarias. Los tipos de los depósitos se liberalizaron para los depósitos con vencimientos superiores a tres años. Además, se liberalizaron los tipos de

interés de algunos instrumentos monetarios y financieros. En la segunda fase (1993), se liberalizaron todos los tipos de interés de préstamo de banca e instituciones financieras no bancarias que no habían sido liberalizados en la fase anterior. No obstante, quedaron excluidos de esta medida los tipos de interés de préstamos financiados por el gobierno o por el Banco de Corea. Algunas medidas previstas para la tercera fase del plan (1995) se adelantaron un año y, en 1994<sup>148</sup>, las autoridades coreanas decidieron acortar el vencimiento mínimo de algunos instrumentos financieros tales como los certificados de depósito o los efectos de comercio. Asimismo, se liberalizaron los tipos de interés de depósitos con vencimiento superior a un año, además de los préstamos del banco central. La tercera fase, propiamente dicha, se llevó a cabo en 1995, momento en el cual se liberalizaron los tipos de interés de préstamos refinanciados y los tipos de interés sobre depósitos que aún no habían sido liberalizados (exceptuando los de demanda). Así, en la cuarta y última fase, que se inició en 1997, ya se habían adoptado casi todas las medidas de liberalización previstas en el plan original (Cho, 1999).

En un principio, cuando el plan fue diseñado, éste estaba estructurado en torno a tres ideas fundamentales. Éstas eran, en primer lugar, pasar de la liberalización de los tipos de interés a largo plazo a la de los tipos a corto. En segundo lugar, se pretendía liberalizar primero el mercado de títulos de cotización para luego pasar a los tipos de interés bancarios. En tercer lugar, el plan debía, en principio, abordar la liberalización de títulos con denominaciones altas para luego pasar a los de pequeño valor. Sin embargo, según Cho (1999), el plan definitivo de liberalización de los tipos de interés que acaba de ser detallado distaba considerablemente del diseño original de dicho plan o de las ideas en torno a las cuales debía estar estructurado. La aceleración en la implantación de ciertas normas hizo que la liberalización de

---

<sup>148</sup> 1994 es el año en el que se decide el ingreso de Corea en la OCDE y es también, por tanto, el año en que se acelera el proceso de liberalización financiera en la mayoría de sus vertientes.

los tipos de interés en Corea resultara más caótica de lo que pretendía el plan anunciado en 1991.

Por lo que respecta a la liberalización del crédito vía cantidades, en la primera mitad de los noventa también se eliminaron gran parte de los créditos dirigidos por el gobierno, esto es, los créditos que se implantaron décadas atrás para favorecer los sectores estratégicos<sup>149</sup>. En 1993, se anunció un plan para la eliminación total, por tramos, de estos créditos dirigidos (Lee y You, 2000). Para ello, ciertos créditos –como los créditos para la compra de bienes de equipo o para la industria de exportación– se traspasaron a los Presupuestos del Estado, mientras que los demás fueron directamente eliminados. Se estima que los créditos dirigidos, que ascendían al 60% del total de créditos concedidos dentro del país en 1979, habían descendido al 3% a finales de 1997 y estos últimos se dirigieron, principalmente, al apoyo a pequeñas y medianas empresas. Asimismo, se redujeron y simplificaron los controles sobre la red bancaria con respecto al porcentaje de créditos concedidos a grandes conglomerados (Lee y You, 2000).

#### 2.1.2. Fomento de la competencia

Además de desregular el crédito, tanto vía precios (tipos de interés) como vía cantidades (créditos dirigidos), la liberalización financiera coreana de los noventa también tuvo como objetivo el fomento de la competencia en el sector financiero local, con el fin de prepararlo para la apertura de la cuenta de capitales. Se consideró que la forma de conseguir una mayor competencia era mediante tres vías: la disminución de las barreras a la entrada de agentes locales en el sector (tanto en el sector de la banca tradicional como en el de las instituciones financieras no bancarias), la reducción de las barreras de entrada

---

<sup>149</sup> Se trata de créditos preferenciales concedidos por el gobierno para incentivar o bien la inversión en determinados sectores (exportación, industria) o bien la compra de determinados bienes de importación (bienes de equipo en vez de productos de lujo, por ejemplo).

en el sector de agentes extranjeros y, por último, la relajación de las restricciones sobre las operaciones de los agentes del sector.

En cuanto a la caída de las barreras de entrada para los operadores coreanos, Cho (1999) destaca dos medidas principales. La primera de ellas es el fomento de las fusiones<sup>150</sup>. Con la aplicación, en 1991, del Acta para la Fusión y Conversión de Instituciones Financieras, ocho sociedades de inversión<sup>151</sup> y financieras fueron reconvertidas en cinco sociedades de valores<sup>152</sup> y dos bancos comerciales con capacidad para operar a escala nacional (el Banco Hanna y el Banco Boram). La segunda medida consistió en reducir las barreras de entrada al sector de la banca de negocios<sup>153</sup>. Esto se hizo otorgando la posibilidad a las sociedades de inversión y financieras de convertirse a este tipo de banca. Así, el número de bancos de negocios coreanos pasó de seis en 1993 a treinta en 1996.

Por lo que respecta a las empresas financieras extranjeras, la idea de facilitar su acceso al mercado financiero coreano apareció mucho antes de las reformas de los noventa. Como señala Cho (1999), ya en los setenta y los ochenta se promovió la apertura de sucursales de bancos extranjeros, con el fin –entre otros motivos– de captar más fácilmente el ahorro externo. Obviamente, con las reformas de los noventa, la libertad de actuación de los bancos extranjeros aumentó. Por ejemplo, se autorizó el acceso de bancos extranjeros a la ventanilla del banco central. Asimismo, se les concedió permiso, con ciertos

---

<sup>150</sup> El fomento de las fusiones en el sector financiero no se puede considerar exactamente como una medida de reducción de las barreras de entrada al sector, a pesar de lo que establece Cho (1999). No obstante, la clasificación ha sido mantenida porque, en cualquier caso, el fomento de las fusiones entre instituciones financieras sí es una forma de promover la competitividad del sector financiero local y así de poder hacer frente a la competencia que el resto de medidas iba a suponer.

<sup>151</sup> Una sociedad de inversión es una empresa cuyas acciones cotizan en bolsa y cuya actividad principal consiste en la compra y venta de títulos cotizables.

<sup>152</sup> La actividad de las sociedades de valores es similar a la de las sociedades de inversión. Su principal actividad es la de comprar y vender títulos cotizables.

<sup>153</sup> Un banco de negocios es, en resumidas cuentas, una institución financiera encargada de financiar a empresas y que, además, opera en los mercados financieros internacionales.

límites, para emitir certificados de depósito negociables, y el límite máximo de emisión de dichos certificados se fue reduciendo paulatinamente hasta desaparecer en febrero de 1997. También, con las reformas de los noventa, se autorizó a los bancos extranjeros a participar en negocios de gestión de patrimonio en Corea.

Por último, las autoridades coreanas también fomentaron la competencia mediante la relajación de las restricciones sobre las operaciones de los bancos y de las instituciones financieras no bancarias o, lo que es lo mismo, concedieron a las empresas financieras una mayor autonomía en la gestión de sus negocios. En primer lugar, se concedió a los bancos mayor libertad para ampliar capital, abrir nuevas sucursales y para estipular por sí mismos la magnitud del beneficio distribuido entre los accionistas (1994). En segundo lugar, se eliminaron los límites a los vencimientos máximos en los préstamos y depósitos bancarios (1996). En tercer lugar, se ampliaron las áreas de negocio en las que podían participar las compañías financieras. En concreto, se permitió a la banca comercial ampliar su actividad como sociedades de valores (1990); se autorizó la venta restringida de bonos del gobierno por parte de bancos y compañías de seguros de vida (1990); se permitió a las sociedades de valores realizar negocios de gestión de divisas (1995); y, por último, se otorgó a los bancos la posibilidad de actuar como compañías de seguros al servicio del Estado coreano (Cho, 1999 y Lee y You, 2000).

## 2.2. Apertura de la cuenta de capitales

La apertura de la cuenta de capitales en Corea se puede dividir en dos grupos de medidas. Por una parte están aquellas que tuvieron por objeto la liberalización del tipo de cambio y, por otra, están las que buscaron la apertura del mercado de capitales. A continuación, se repasarán las normativas más relevantes de cada grupo de medidas.

Por lo que respecta a la liberalización del tipo de cambio, las autoridades monetarias y el gobierno coreano aprobaron, en los noventa, ocho normas que redujeron considerablemente las restricciones al comercio de divisas (Cho, 1999 y Lee y You, 2000). (1) La primera de ellas fue la adopción del MAR (*market-average foreign exchange rate*) o tipo de cambio de media de mercado (1990). Con este nuevo sistema, se pretendía eliminar la influencia del gobierno en el tipo de cambio; el MAR permitió que el tipo de cambio del won con respecto al dólar americano se estableciera sobre la base de la media ponderada del tipo de cambio interbancario<sup>154</sup>. (2) Además, se eliminó el requisito por el cual, para transar divisas, los bancos debían justificar la existencia de demanda real de dichas divisas mediante un documento (1991). (3) A lo largo de los noventa, se fueron estableciendo mercados de divisas *call* para diversas monedas<sup>155</sup>. (4) En 1991, se revisó el Acta de Gestión del Tipo de Cambio, con el fin de cambiar la base para la regulación del mercado de divisas de una lista positiva a una negativa. En un sistema positivo todas las transacciones del mercado de divisas están, en principio, prohibidas, excepto aquéllas que la legislación especifica como permitidas. Sin embargo, con el sistema negativo, se permite cualquier transacción en el mercado de divisas excepto aquéllas que las autoridades especifican, por ley, como prohibidas. (5) También se autorizó la tenencia de cuentas denominadas en won a no residentes (1993), (6) además de permitirse que ciertos contratos de importación o exportación se realizaran en won (1993); siendo estas dos últimas medidas las principales normas encaminadas a promover la internacionalización del won. (7) En 1994, se adoptó el Plan para la Reforma del Tipo de Cambio que contenía un calendario para el levantamiento paulatino de todas las restricciones a las transacciones por cuenta corriente y por cuenta de capital y la reforma total de la estructura del tipo de cambio<sup>156</sup>. (8) Por

---

<sup>154</sup> El tipo de cambio con respecto de las demás monedas se deducía, así, de la relación de éstas con el dólar americano.

<sup>155</sup> Estos mercados fueron los siguientes. El mercado del dólar se estableció en 1989, el del yen en 1991, el del marco en 1992 y el de la libra esterlina en 1994 (Cho, 1999).

<sup>156</sup> Según Cho (1999) la magnitud de las medidas adoptadas con este plan se explica por las presiones para liberalizar fruto del acuerdo con la OCDE, presiones que comienzan en 1994.

último, en 1995, se volvió a revisar el plan para reforzar y acelerar la liberalización del tipo de cambio. Y es que, coincidiendo con el periodo de entrada de Corea en la OCDE, se aceleraron las medidas de apertura del mercado de divisas.

Por lo que respecta a la apertura del mercado de capitales, se acaba de señalar que el Plan para la Reforma del Tipo de Cambio firmado en 1994 incluía, asimismo, medidas para abrir la cuenta de capitales. No obstante, ésta no fue la única medida (ni la más contundente) de la liberalización de la cuenta de capitales. Una vez más, conviene detallar algunas medidas concretas. Estas medidas se pueden dividir en tres categorías: aquéllas que facilitan la inversión de capital extranjero en Corea, las que promueven la inversión coreana en el extranjero y, por último, las normas que favorecen el endeudamiento de los agentes coreanos con el extranjero. Hubo dos medidas principales encaminadas a facilitar la inversión extranjera (directa o en cartera) en Corea. En 1992, se permitió la entrada de capital extranjero en los mercados de valores coreanos, manteniendo ciertos límites a dicha inversión –límite que, por otra parte, se iría reduciendo paulatinamente–. En opinión de Cho (1999) esta apertura puede ser calificada de indiscriminada. Pero la inversión extranjera no sólo se autorizó en la bolsa, sino que también se permitió a los inversores extranjeros adquirir bonos públicos emitidos a tipos de interés internacionales (1994), así como bonos convertibles y bonos a largo plazo no garantizados de pequeñas y medianas empresas (1994) y bonos convertibles no garantizados emitidos por grandes compañías (1997) (Lee y You, 2000).

Además de facilitar la inversión extranjera en Corea, la nueva política económica también promovió la inversión local en el extranjero: autorizando la inversión en el extranjero de residentes coreanos mediante certificados pignorados<sup>157</sup> (1993) y aboliendo los techos a la inversión extranjera en cartera

---

<sup>157</sup> Un certificado pignorado certifica el bloqueo de determinados activos a favor del tenedor del certificado.

de los fondos de inversión colectiva coreanos (1995). Asimismo, se facilitó el endeudamiento externo mediante tres nuevas normas. Se abolió el permiso gubernamental para obtener un crédito comercial con el extranjero. Además, en enero de 1997 se aprobaron dos medidas adicionales: a partir de ese momento, a las compañías coreanas con grandes proyectos de infraestructura se les permitió endeudarse en el extranjero para sufragar los costes de construcción y, por otra parte, se liberalizó la deuda relacionada con proyectos de inversión extranjera directa<sup>158</sup> (Cho, 1999 y Lee y You, 2000).

Las autoridades trataron de imponer algunas medidas que suavizaran los efectos de la liberalización financiera. Por ejemplo, el endeudamiento directo (sin intermediación bancaria local) de las empresas con el exterior siguió muy limitado y controlado; en concreto, dicho endeudamiento estaba limitado a las empresas públicas y, con algunas restricciones, a las empresas privadas con participación extranjera (Baliño y Ubide, 1999). Sin embargo, según Cho (1999), analizado con cierta perspectiva, puede decirse que se cometieron algunos errores básicos en el proceso de apertura de la cuenta de capitales. Uno de ellos consistió en que, en la desregulación del endeudamiento en moneda extranjera, se dio prioridad al crédito a corto plazo frente al crédito a largo plazo: mientras el endeudamiento a corto plazo quedó plenamente liberalizado, el endeudamiento a largo plazo en divisas siguió sometido a una serie de restricciones cuantitativas (Cho, 1999; Hahm y Mishkin, 2000). Además, no se impusieron requisitos de capital al sistema bancario que evitaran el deterioro de los balances de la red bancaria; pero esto será analizado más detenidamente en el siguiente epígrafe.

---

<sup>158</sup> A pesar del fuerte estímulo que supusieron estas dos medidas para el endeudamiento externo, no se puede considerar que guarden una estrecha relación con el fuerte endeudamiento externo coreano en los años previos al estallido de la crisis de 1997, dado que estas dos medidas se adoptaron pocos meses antes de dicho estallido.

### 2.3. Sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera

Paralelamente al proceso de liberalización financiera, las autoridades coreanas tomaron alguna iniciativa dirigida a regular y supervisar la actividad, tanto de bancos como de instituciones financieras no bancarias y así poder equiparar (o al menos acelerar) el sistema de regulación y supervisión coreano a los estándares internacionales. En primer lugar, se impuso el cumplimiento del grado de adecuación del capital del Banco de Pagos Internacionales a los bancos comerciales, elevando dicho ratio poco a poco hasta alcanzar, en 1995, el 8% recomendado por las normas del Banco de Basilea. Además, la Oficina de Supervisión Bancaria introdujo en 1995 un sistema de informes diseñado para alertar a las autoridades sobre cualquier peligro que surgiera en el sistema financiero. Por último, en enero de 1997, el gobierno adoptó un sistema de seguro de depósito, basado en contribuciones de los bancos locales, que pretendía cubrir depósitos individuales hasta 20 millones de won (Baliño y Ubide, 1999).

Sin embargo, como ya se ha señalado repetidas veces, todos los estudios sobre la liberalización financiera en Corea coinciden en que el sistema de supervisión y regulación de la actividad de las instituciones financieras fue ineficaz, o, incluso, inexistente (Adelman y Song, 1998; Baliño y Ubide, 1999; Cho, 1999; Dooley y Shin, 2000; Lee y You, 2000). Sirva de ejemplo que Caprio (1998), que elabora un índice de regulación y supervisión<sup>159</sup>, asigna una peor puntuación a Corea que a otros países como Chile, Brasil, Perú, Malasia o Colombia. Puede decirse que dicho sistema fallaba no solamente en la calidad de la vigilancia, tanto de bancos comerciales como de instituciones financieras no bancarias, sino también en la coordinación de la vigilancia de ambos tipos de instituciones.

---

<sup>159</sup> Las variables que forman el indicador son el capital de las instituciones financieras, la clasificación de préstamos, la calidad de la gestión y el grado de liquidez y de cooperación.

En efecto, por lo que respecta a la coordinación de la vigilancia de los dos grupos de instituciones financieras, la supervisión de la banca tradicional corría a cargo de la Oficina de Supervisión Bancaria –organismo dependiente del banco central– mientras que la supervisión de la actividad de las instituciones financieras no bancarias dependía del Ministerio de Economía. Muchos autores han denunciado el sin sentido de repartir la vigilancia de los dos tipos de instituciones financieras entre dos organismos distintos; pero han insistido, sobre todo, en que estos dos órganos de vigilancia estaban poco coordinados y en que apenas compartían información (Baliño y Ubide, 1999; Cho, 1999)<sup>160</sup>.

La baja calidad de la supervisión de la actividad bancaria tradicional se manifestaba en tres aspectos concretos: la laxitud en la clasificación, evaluación y seguimiento de los riesgos de los créditos (en el momento de concederlos y una vez concedidos); la escasez de trabas a la excesiva concentración de riesgos; y, por último, la ausencia de límites al exceso de posiciones en divisas. A continuación se detallan estas deficiencias.

Según Baliño y Ubide (1999) los criterios para clasificar y evaluar los créditos eran sensiblemente más laxos que los aplicados en el resto de los países de la OCDE. Por ejemplo, se consideraban de dudoso cobro los créditos impagados durante seis meses o más, mientras que en la mayoría de los países de la OCDE son de dudoso cobro los créditos impagados durante tres meses o más. Asimismo, los créditos se concedían en función del aval aportado por el prestatario en lugar de en función de la capacidad de pago y rentabilidad del proyecto de inversión para el que se solicitaba el crédito. También, las provisiones por impago de los bancos sólo eran deducibles fiscalmente hasta el 2%, lo cual suponía un desincentivo para dotar mayores provisiones.

---

<sup>160</sup> Esta división de funciones resulta particularmente absurda en una economía como la coreana, en la que el sistema financiero está estructurado de tal modo que en un mismo conglomerado pueden estar integrados a la vez un banco comercial y una institución financiera no bancaria.

Los mismos autores señalan que tanto las instituciones financieras como las autoridades encargadas de regular y vigilar su actividad fueron poco cautas con el exceso de concentración de riesgos. En este sentido, la normativa de 1991 establecía el límite máximo por deudor en el 20% del capital social del banco; lo cual es muy elevado comparado con los estándares internacionales.

En último lugar y en lo que se refiere al límite a las posiciones en divisas de los bancos, Baliño y Ubide (1999) critican la falta de precaución de bancos y autoridades ya que las posiciones en divisas no estaban incluidas en los cómputos para calcular los índices de liquidez. En efecto, la Oficina de Supervisión Bancaria exigía a los bancos que los préstamos que se concedieran a largo plazo se financiaran con depósitos a largo plazo pero en este cálculo sólo se incluían créditos y depósitos locales. Por tanto, los bancos tenían plena libertad para financiar los créditos locales a largo plazo con, por ejemplo, depósitos en moneda extranjera o créditos recibidos a corto plazo y en moneda extranjera. En este sentido, la falta de control sobre las posiciones en divisas también anulaba, indirectamente, el escaso control que se llevaba a cabo sobre la liquidez de la red bancaria. Este problema concreto del sistema de regulación y supervisión de la red bancaria fue clave en los problemas financieros que surgieron en Corea en los años previos al estallido de la crisis, como se verá en los siguientes epígrafes.

Vistas la escasa coordinación entre los sistemas de vigilancia de la banca tradicional y de las instituciones financieras no bancarias así como la mala calidad de la vigilancia de la actividad bancaria, queda ahora por repasar las características del sistema de vigilancia de las instituciones financieras no bancarias. Según varios autores, este segundo sistema de vigilancia era aún peor que el que acaba de ser descrito (Baliño y Ubide, 1999; Cho, 1999). El principal motivo es que el organismo de vigilancia era, como ya se ha visto, el Ministerio de Economía y que dicho Ministerio carecía de la experiencia y de

los recursos técnicos necesarios para llevar a cabo correctamente su labor de supervisión. Las deficiencias del sistema se manifestaban en los siguientes puntos. Primero, el techo al préstamo por individuo que se imponía a la banca comercial no era aplicable a las instituciones financieras no crediticias (Cho, 1999). En segundo lugar, las normas contables aplicables a las sociedades de valores eran sensiblemente más laxas que las que se exigían en la mayor parte de los países con sistemas financieros desarrollados. En este sentido, los títulos cotizables se registraban en los libros de contabilidad de la sociedad a su precio de adquisición y tan sólo se dotaban provisiones por pérdidas con relación a estos títulos si su valor de mercado caía por debajo de dicho precio de adquisición durante tres años consecutivos. Además, tampoco se exigían cuentas consolidadas entre la sociedad madre y sus filiales (Baliño y Ubide, 1999).

En definitiva, puede decirse que, ante las presiones internacionales repasadas en el epígrafe A.1, la liberalización coreana fue, como se ha visto en los epígrafes A.2.1 y A.2.2, poco cauta y, quizás, demasiado acelerada en los noventa pero, por encima de todo, no estuvo acompañada de un sistema de supervisión y regulación de la actividad financiera capaz de impedir la aparición de prácticas financieras demasiado arriesgadas, como se verá en los siguientes epígrafes. Además de no acompañar la liberalización de un sistema de vigilancia, las autoridades tampoco establecieron controles a la entrada de capital extranjero que redujeran el volumen o mejoraran la calidad del capital entrante (FMI, 1994b, 1995, 1996, 1997 y 1998b). Asimismo, las agencias de *rating* coreanas que se crearon durante el proceso no fueron de mucha utilidad dado el poco realismo de sus análisis de riesgo (Cho, 1999).

## B. AUMENTO DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

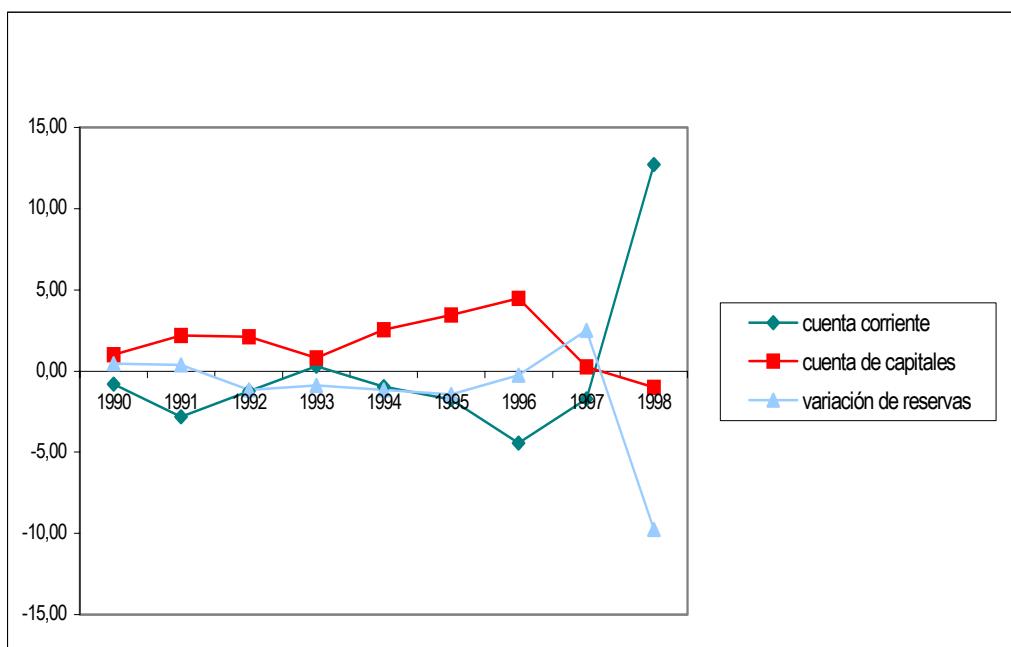
La evolución de la balanza de pagos coreana durante los noventa es la siguiente. En una primera etapa, desde 1990 hasta 1991, se produjo un deterioro del ya negativo saldo de la balanza por cuenta corriente. Paralelamente, mejoró el saldo de la balanza de capitales que se duplicó, pasando del 1% del PIB al 2% del PIB. Hubo una segunda etapa, entre los años 1991 y 1993, en la que la tendencia se revirtió: se produjo una mejora en el saldo de la cuenta corriente, hasta que se volvió positivo en 1993, situándose en casi el 0,3% del PIB y, mientras, el saldo de la cuenta de capitales fue reduciéndose hasta el 0,79% del PIB en el mismo año. A partir de 1993 y hasta 1996, empezó una nueva etapa que se corresponde, como se verá más adelante, con el periodo del *boom* de crédito previo a la crisis coreana de 1997. En esta tercera etapa, el saldo por cuenta corriente se fue deteriorando, del mismo modo que ocurrió entre 1990 y 1991, pero esta vez llegando a cotas tan altas como -4,42% del PIB. Por su parte, el saldo de la cuenta de capitales fue creciendo a un ritmo también acelerado llegando hasta casi el 4,5% del PIB en 1996. En 1997, obviamente, los efectos de la crisis se dejaron notar en la balanza de pagos: se produjo una mejora el déficit por cuenta corriente (situándose en el -1,71% del PIB) y se redujo sustancialmente el superávit de la cuenta de capitales, descendiendo hasta el 0,28% del PIB. Esta tendencia se mantuvo el año siguiente: el saldo por cuenta corriente siguió creciendo hasta casi el 13% del PIB y el saldo de la cuenta de capitales siguió disminuyendo hasta el -1,01% del PIB (cuadro 5.1 y gráfico 5.1). Puede observarse que el comportamiento de las distintas partidas de la balanza de pagos coreana, tanto en el periodo previo al estallido de la crisis (periodo del *boom* de crédito) como en el año del estallido de la crisis financiera y en el año posterior, es muy similar al comportamiento de la balanza de pagos mexicana en el periodo correspondiente; si bien, en México, las tendencias estaban más acentuadas en el sentido de que los saldos de las diferentes cuentas (ya fueran positivos o negativos) eran más altos.

Cuadro 5.1. Balanza de pagos. Corea (% del PIB)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
cuenta corriente	-0,79	-2,82	-1,25	0,29	-0,96	-1,74	-4,42	-1,71	12,71
cuenta de capitales	1,02	2,17	2,09	0,79	2,56	3,43	4,49	0,28	-1,01
variación de reservas	0,47	0,39	-1,18	-0,87	-1,15	-1,44	-0,27	2,50	-9,75
errores y omisiones	-0,69	0,26	0,34	-0,21	-0,44	-0,25	0,21	-1,06	-1,95

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

Gráfico 5.1. Balanza de pagos. Corea (% del PIB)



Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

A la vista de la evolución de la balanza de pagos en la década de los noventa, puede deducirse que, si bien la entrada de capital extranjero fue positiva desde principios de la década, la entrada masiva no se dio hasta el año 1994; entrada masiva que, además, se prolongó hasta 1996 (Dooley y Shin, 2000). En definitiva, la tercera etapa, o el periodo 1994-1996, es el periodo de entrada masiva de capital extranjero que precede a la crisis de 1997. Siguiendo el esquema teórico propuesto en el segundo capítulo, cabe ahora analizar más en detalle este *boom* de capital extranjero. Así, en este epígrafe se estudiarán, en primer lugar, las principales características de dichas entradas de capital (su

volumen y su composición) y, en segundo lugar, las causas que subyacen tanto a la entrada de capital extranjero en sí como a su composición.

## 1. CARACTERÍSTICAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Ya se ha señalado que el periodo de *boom* de entradas de capital extranjero comprende los años 1994 a 1996, y es que en sólo un año las entradas de capital extranjero se multiplicaron por 2,3, pasando de unos 9.700 millones de dólares en 1993 a más de 22.000 millones de dólares en 1994. El ritmo de crecimiento permaneció elevado hasta 1996, año en que los flujos de entrada de capital externo ascendieron a más de 48.000 millones de dólares, alcanzando el 9,25% del PIB<sup>161</sup> (cuadro 5.2).

Cuadro 5.2. Entrada de capital extranjero. Corea (a)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
millones de dólares	6.506	10.519	10.605	9.685	22.590	37.100	48.080	17.931	-3.734
% del PIB	2,58	3,56	3,37	2,80	5,61	7,58	9,25	3,76	-1,18

(a) Las entradas se refieren a la suma de los flujos de pasivos de inversión extranjera directa, inversión en cartera y otras inversiones, tal y como aparecen en las estadísticas del Banco de Corea. En dichos flujos de pasivo están incluidas las cancelaciones de inversiones directas y en cartera y devoluciones de créditos y préstamos.

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

### 1.1. Deuda y flujos volátiles y/o a corto plazo

Por lo que respecta a la composición de las entradas de capital extranjero en Corea durante el *boom* de 1994-1996, un primer análisis pone de manifiesto la escasez de entradas en forma de IDE, concentrándose casi la totalidad de los flujos de entrada en inversión en cartera y en otras inversiones (cuadro 5.4). De hecho, el saldo de IDE coreano durante el *boom* de crédito era negativo; en

<sup>161</sup> Puede observarse que la magnitud de las entradas de capital extranjero en Corea en los años previos a la crisis es muy superior a la de las entradas que se registraron en México en los años previos a la crisis de 1994, si éstas se miden en dólares corrientes; no obstante, la magnitud de estos flujos es aproximadamente la misma en relación con el PIB de los dos países receptores.

otras palabras, Corea era, durante esos años, un inversor neto de IDE en el extranjero (cuadro 5.3).

Cuadro 5.3. Composición de la cuenta financiera. Corea (millones de dólares)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
cuenta financiera	3.216	10.73	17.273	23.924	1.922	-3.368
saldo de IDE	-752	-1.652	-1.776	-2.348	-1.605	673
saldo de inversión en cartera	10.014	6.120	11.591	15.185	14.295	-1.878
saldo de otras inversiones	-6.047	6.264	7.458	11.084	-10.768	-2.162

Fuente: Banco de Corea

Esto significa que lo que Corea recibía era, sobre todo, inversión en cartera y préstamos (otras inversiones), entre los que destacaban los préstamos y créditos a corto plazo. Así, siguiendo el criterio de clasificación utilizado en el capítulo anterior para evaluar la calidad de las entradas de capital, puede decirse que la mayoría del capital que entró en Corea durante el *boom* de entradas era, sobre todo, volátil<sup>162</sup>: durante los años 1994 a 1996, aproximadamente el 84% (de media) de los flujos de capital extranjero eran volátiles (cuadro 5.4).

Otra característica de las entradas de capital foráneo en Corea era que gran parte de éstas se daba en forma de deuda (cuadro 5.4). Entre 1994 y 1996, de media, el 81,5% de los flujos de entrada eran flujos de deuda, mientras que tan sólo el 18,5% de la inversión extranjera se producía en acciones (IDE e inversión en cartera), depósitos e inversiones en divisas. Así, dado que gran parte de las entradas de capital eran volátiles y que también gran parte de este capital entraba en forma de deuda, puede decirse que, durante los años 1994 a 1996, los flujos de capital que entraron en Corea del Sur eran, principalmente, flujos de deuda volátil, esto es, deuda que podía abandonar fácilmente el país (títulos de deuda cotizables y préstamos y créditos a corto plazo). De media,

<sup>162</sup> Recuérdese que se considera capital extranjero volátil aquél que puede abandonar con facilidad el país de inversión, dado su alto grado de liquidez. El capital volátil está, pues, compuesto por la inversión en cartera (ya sea en acciones o en títulos de deuda), los préstamos y créditos a corto plazo, los depósitos bancarios y las inversiones en divisas.

entre los años 1994 y 1996, la proporción de flujos de deuda volátil respecto del total de flujos de deuda era de más del 86% y la proporción de flujos de deuda volátil respecto del total de entradas de capital fue, durante el mismo periodo y, también de media, de casi el 70%<sup>163</sup>(cuadro 5.4).

Cuadro 5.4. Composición de las entradas de capital. Corea (%)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	media 1994-1996
IDE	6,07	3,58	4,79	4,84	15,86	-144,93	4,40
inversión en cartera	108,95	36,07	37,40	44,06	68,52	7,81	39,18
acciones	68,30	16,00	11,37	12,38	14,08	-103,26	13,25
deuda	40,65	20,07	26,03	31,68	54,44	111,07	25,92
otras inversiones	-15,02	60,35	57,82	51,11	15,61	237,13	56,42
préstamos y créditos a largo plazo	-18,46	12,58	9,73	11,07	122,94	-512,65	11,12
préstamos y créditos a corto plazo	1,23	47,96	45,20	38,63	-114,63	743,03	43,93
divisas y depósitos	0,72	-0,03	2,61	0,04	-3,32	-18,16	0,88
otros pasivos	1,48	-0,16	0,27	1,36	10,63	24,91	0,49
total deuda	24,91	80,45	81,23	82,74	73,38	366,36	81,47
total capital	75,09	19,55	18,77	17,26	26,62	-266,36	18,53
total deuda volátil (respecto del total de entradas)	41,88	68,03	71,23	70,31	-60,19	854,10	69,86
total deuda volátil (respecto del total de deuda)	178,77	84,40	87,98	86,40	-95,93	250,14	86,26
total entradas volátiles (respecto de las entradas totales)	110,90	84,00	85,21	82,73	-49,43	732,67	83,98

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

## 1.2. Denominación en divisas

Siguiendo el esquema teórico propuesto en el capítulo segundo, otra característica de las entradas de capital en Corea en los años previos a la crisis

<sup>163</sup> Si se compara la proporción de entradas de capital volátil en Corea con respecto al mismo tipo de entradas en México en los años previos a la crisis, se observa que esta proporción es mayor en Corea que en México. Asimismo, el porcentaje de deuda con respecto a las entradas totales y, en concreto, la fracción de deuda volátil (tanto con respecto a las entradas totales como con respecto a la deuda total) es superior en Corea que en México.

debería ser que dichas entradas estuvieran denominadas en moneda extranjera, en lugar de en won. Y, efectivamente, gran parte de las entradas de capital en Corea del Sur estaban denominadas en moneda extranjera. Por ejemplo, por lo que respecta a la banca comercial –que, como se verá en el apartado siguiente, fue uno de los principales receptores de la entrada masiva de capital extranjero– se observa que la proporción de los principales pasivos (préstamos y créditos) denominada en divisas aumentó considerablemente entre los años 1991 y 1996. En 1991, una parte importante de los créditos y préstamos de la red bancaria coreana estaba denominada en moneda extranjera, concretamente, el 54%. Pero además, esta proporción fue en aumento en los años siguientes. En 1996, el 67% de los préstamos y créditos de la banca comercial estaban denominados en moneda extranjera. No obstante, en 1997 este porcentaje se volvió a situar en los niveles registrados en 1991, y en 1998 descendió hasta el 49% (cuadro 5.5).

Cuadro 5.5. Préstamos y créditos concedidos a la banca comercial, por denominación. Corea (cientos de millones de won y %) (a)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
préstamos y créditos denominados en won	136.570	169.272	171.024	154.430	163.184	153.742	301.011	309.943
	(46)	(48)	(47)	(37)	(33)	(27)	(47)	(51)
préstamos y créditos denominados en divisas	158.602	186.004	191.561	261.595	333.806	425.424	345.212	299.361
	(54)	(52)	(53)	(63)	(67)	(73)	(53)	(49)
total	295.172	355.276	362.585	416.025	496.990	579.166	646.223	609.304

(a) Las cifras entre paréntesis indican el porcentaje respecto del total de préstamos y créditos.  
*Fuente: Servicio de Supervisión Financiera y cálculos propios*

La información sobre la participación de Corea del Sur en los mercados de derivados financieros de divisas –que son los principales instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de cambio– es contradictoria (capítulo 3, epígrafe B.3.1). Por una parte, según el Banco de Pagos Internacionales, Corea del Sur no participó activamente en estos mercados. Por otra parte, otros autores como, por ejemplo, Kregel (1998b) afirman que Corea del Sur sí participó en los mercados de derivados y, según Chen (1999), uno de los mercados en los que

los agentes coreanos operaban activamente, en los años previos al estallido de la crisis, era el mercado de *swaps* de divisas.

En cualquier caso, varios autores sostienen que los agentes coreanos no se cubrían del riesgo de tipo de cambio a pesar de endeudarse en divisas (Adelman y Song, 1998; Banco Mundial, 1999; Eichengreen y Hausmann, 1999). Como ya se señaló, no es fácil obtener datos precisos de cobertura del riesgo de tipo de cambio. Pero, como ya se vio para el caso de México, según el Banco Mundial (1999) y según Eichengreen y Hausmann (1999), una baja volatilidad nominal de la moneda local indica que existen incentivos suficientes para no cubrirse de este tipo de riesgo. Y, según datos del Banco Mundial, Corea del Sur registró una muy baja volatilidad del tipo de cambio nominal en los años previos al estallido de la crisis de 1997 (enero de 1991 a junio de 1997): dicha volatilidad ascendía a 3,4. Es cierto que esta cifra supera la que registraban, en el mismo periodo, otros países que también entrarían en crisis como, por ejemplo, Indonesia (0,7) o Tailandia (1,2) pero, en cualquier caso, la volatilidad nominal del won era muy inferior, en el periodo mencionado, a la del marco, que era del 6,4, o a la del yen, que era del 10,7 (Banco Mundial, 1999). Además, como ya se ha señalado, una encuesta realizada por el Banco Mundial (1999) indica que el 70% de los capitales extranjeros recibidos por países no desarrollados no se cubren del riesgo cambiario.

### 1.3. Receptores privados

En este epígrafe, sólo queda por repasar brevemente qué agentes eran los receptores de esta entrada masiva de capitales. Al igual que en México, estos receptores eran privados, y no públicos. Como indican Hahm y Mishkin (2000), el sector privado (tanto el financiero como el no financiero) es el responsable del incremento de la deuda externa en los años previos al estallido de la crisis. Durante los años que duró el *boom* de entradas de capital

extranjero (1994-1996), casi la totalidad de los pasivos con el extranjero eran privados: de media y durante los años 1994 a 1996, casi el 95% de dichos pasivos eran privados; siendo los pasivos del sector público solamente de algo más del 5% de los pasivos totales del país con el extranjero. Es más, la proporción de pasivos de instituciones privadas fue en aumento a lo largo del periodo del *boom* de crédito: dichos pasivos representaban menos del 93% de los pasivos totales en 1994 y esta proporción aumentó hasta más del 96% en 1996. El hecho de que en 1997 los pasivos privados descendieran hasta el 86% muestra, por una parte, que fueron principalmente este tipo de pasivos los que fueron retirados del país o no fueron renovados con el estallido de la crisis y, por otra, que los pasivos públicos aumentaron sustancialmente debido a la concesión de un paquete de ayudas al gobierno coreano –por parte del FMI– que tenía como objetivo facilitar la superación de la crisis (cuadro 5.6).

Si se divide el sector privado en dos subsectores formados por el sistema financiero y las corporaciones locales no financieras (*chaebol*), se observa que el sistema financiero era el principal deudor del resto del mundo, tanto a largo como a corto plazo. En efecto, el sector financiero registró de media durante el periodo 1994-1996 unos pasivos externos de más de 90.000 millones de dólares mientras que los pasivos de las corporaciones locales tan sólo ascendieron a 32.000 millones de dólares –una tercera parte–. Otra característica del endeudamiento externo del sector privado coreano es que las instituciones financieras tendían a abusar más de la financiación a corto plazo que las corporaciones no financieras. De los 32.000 millones de dólares que constituían la media (entre 1994 y 1996) de los pasivos de la red de corporaciones locales, 18.000 millones vencían a largo plazo y 14.000 millones (menos de la mitad), eran a corto plazo. No obstante, las cifras que se registran para el sistema financiero son bien diferentes: de los 90.000 millones de pasivos extranjeros, 59.000 millones vencían a corto plazo mientras que solamente 32.000 millones –esto es, algo más de un tercio– lo hacían a largo plazo (cuadro 5.6). Se repasan a continuación algunas características del

endeudamiento externo del sistema financiero coreano para luego analizar, brevemente, el endeudamiento de la red corporativa local.

Algunos autores han señalado la importancia que tuvieron las sucursales y filiales en el extranjero de las instituciones financieras coreanas en la captación de ahorro externo (Baliño y Ubide, 1999). Por lo que respecta a los pasivos externos a largo plazo, no puede decirse que las filiales en el extranjero fueran particularmente activas frente a sus matrices. La proporción de pasivos externos a largo plazo de las instituciones financieras coreanas captada por sus sucursales en el extranjero se mantuvo más o menos estable y en torno al 12% durante los años que duró el *boom* de entradas de capital (1994 a 1996). En cambio, la proporción de pasivos a corto plazo captada por las oficinas en el extranjero de las instituciones financieras fue mayor: en torno a 41% de media durante el mismo periodo de tiempo. No obstante, cabe señalar que el porcentaje de pasivos a corto plazo de las sucursales en el extranjero fue en descenso durante los años del *boom* de crédito (cuadro 5.6).

Pero no cabe duda de que, ya fuera mediante sus sucursales en el extranjero o bien directamente con los prestamistas foráneos, fueron las nuevas instituciones financieras no bancarias –cuya actividad fue notablemente impulsada con el proceso de liberalización financiera– las principales deudoras con el extranjero, quedando el sistema crediticio tradicional relegado a un segundo plano. Según Baliño y Ubide (1999) y Cho (1999) fueron, en concreto, los bancos de negocios los que se endeudaron fuertemente y a corto plazo con el exterior, lo cual es lógico dado que, como ya se ha visto, estos bancos son instituciones financieras que se caracterizan (frente a otro tipo de instituciones financieras) por que operan en mercados financieros internacionales.

Cuadro 5.6. Pasivos externos por receptor y por vencimiento. Corea (millones de dólares y % respecto de los pasivos externos totales) (a)

	1994	1995	1996	1997	1998	variación 94-96	media 94-96
<b>pasivos externos totales</b>	97.437 (100)	127.491 (100)	163.489 (100)	159.237 (100)	148.705 (100)	29,53 (0)	129.472 (100)
público	7.205 (7,39)	6.654 (5,22)	6.107 (3,74)	22.264 (13,98)	36.548 (24,58)	-7,93 (-28,93)	6.655 (5,45)
privado	90.232 (92,61)	120.837 (94,78)	157.382 (96,26)	136.973 (86,02)	112.157 (75,42)	32,07 (1,96)	122.817 (94,55)
<b>largo plazo</b>	43.504 (44,65)	55.597 (43,61)	70.170 (42,92)	95.678 (60,09)	118.008 (79,36)	27,00 (-1,95)	56.424 (43,73)
público	7.205 (7,39)	6.654 (5,22)	6.107 (3,74)	22.264 (13,98)	36.548 (24,58)	-7,93 (-28,93)	6.655 (5,45)
privado	36.299 (37,25)	48.943 (38,39)	64.063 (39,18)	73.414 (46,10)	81.460 (54,78)	32,85 (2,56)	49.768 (38,28)
instituciones financieras	20.444 (20,98)	30.981 (24,30)	43.523 (26,62)	47.536 (29,85)	52.041 (35,00)	45,91 (12,64)	31.649 (23,97)
sucursales en el extranjero	2.410 (2,47)	3.681 (2,89)	5.300 (3,24)	5.256 (3,30)	7.765 (5,22)	48,30 (14,48)	3.797 (2,87)
corporaciones locales	15.855 (16,27)	17.962 (14,09)	20.540 (12,56)	25.878 (16,25)	29.419 (19,78)	13,82 (-12,13)	18.119 (14,31)
<b>corto plazo</b>	53.933 (55,35)	71.894 (56,39)	93.319 (57,08)	63.559 (39,91)	30.697 (20,64)	31,54 (1,55)	73.049 (56,27)
público	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)	0 (0)
privado	53.933 (55,35)	71.894 (56,39)	93.319 (57,08)	63.559 (39,91)	30.697 (20,64)	31,54 (1,55)	73.049 (56,27)
instituciones financieras	44.641 (45,82)	58.661 (46,01)	73.009 (44,66)	42.367 (26,61)	18.938 (12,74)	27,89 (-1,27)	58.770 (45,49)
sucursales en el extranjero	22.041 (22,62)	25.002 (19,61)	26.041 (15,93)	9.426 (5,92)	3.029 (2,04)	8,70 (-16,09)	24.361 (19,39)
corporaciones locales	9.292 (9,54)	13.233 (10,38)	20.310 (12,42)	21.192 (13,31)	11.759 (7,91)	47,84 (14,13)	14.278 (10,78)

(a) Las cifras entre paréntesis indican el porcentaje con respecto a la suma total de pasivos externos.

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

Ya se ha señalado que la red corporativa local se comportó de modo más prudente en su endeudamiento con el extranjero y que sus pasivos externos eran, en su mayoría, a largo plazo. Entrando un poco más en detalle, Cho (1999) sostiene que eran los grandes *chaebol* (en concreto, los cinco mayores)

los que registraban dichos pasivos con el extranjero ya que, como se verá en los siguientes epígrafes, tanto las corporaciones de menor tamaño como el resto de las empresas locales se endeudaban con la red financiera local (cuyo endeudamiento externo acaba de ser analizado). Este fenómeno se explica por el hecho de que los grandes *chaebol* gozaban de la reputación y reconocimiento suficientes en los mercados financieros internacionales como para emitir, en dichos mercados y en condiciones bastante favorables, bonos a largo plazo convertibles en acciones –lo cual explicaría la estructura de vencimientos de sus pasivos externos–.

## 2. CAUSAS DE LAS ENTRADAS DE CAPITAL EXTRANJERO

Según el marco teórico propuesto en el segundo capítulo de esta tesis, existen muy diversos factores que pueden explicar, desde el punto de vista teórico, un *boom* de entradas de capital extranjero como el que se registró en Corea del Sur en los años previos a la crisis. Estas variables determinan tanto el volumen de las entradas de capital como las características que acaban de ser repasadas. El alto volumen de las entradas de capital extranjero en el periodo previo a una crisis financiera se explica, según esta propuesta teórica, por cuatro variables. Éstas son el aumento de la liquidez internacional, la puesta en marcha de un proceso de liberalización financiera combinada con la ausencia de controles a la entrada de capitales (cuya existencia anularía o paliaría el efecto de la liberalización financiera) y unas altas expectativas de rentabilidad de las inversiones.

El corto plazo de los vencimientos se explica por seis factores que son: el aumento de la liquidez internacional –que supone un aumento de la disponibilidad de fondos para todos aquellos agentes que participan en el mercado–; la ausencia de controles a la entrada de capitales; el aumento de la asimetría de la información a escala global –que implica un riesgo de impago que queda paliado si la financiación se concede a corto plazo–; el diferencial de

tipos de interés entre los tipos locales y los mundiales –que supone el abaratamiento relativo del endeudamiento exterior–; el ancla de la moneda local a una divisa más fuerte –que anula o, al menos, encubre, el riesgo de tipo de cambio–; y, por último, la ineficacia del sistema de regulación y supervisión de la captación de fondos por parte de la red bancaria local.

El hecho de que las entradas de capital estén denominadas, sobre todo, en divisas y que, además, los agentes receptores no se cubran del riesgo de tipo de cambio que implica dicha denominación es consecuencia del ancla nominal de la moneda y de la ausencia de un sistema público que regule y supervise la actividad del sistema financiero. Y es, como ya se señaló en el capítulo 2, esta ausencia de un sistema de control de la actividad financiera la que, sumada al diferencial de tipos de interés, explica, también, la alta proporción de deuda en las entradas de capital extranjero.

El objetivo de este epígrafe es averiguar si las circunstancias particulares en las que se dio la entrada masiva de capital extranjero en Corea en los años previos a la crisis de 1997 encajan con la explicación teórica propuesta en el segundo capítulo.

## 2.1. Determinantes del volumen de las entradas de capital

En primer lugar y por lo que se refiere a los factores que subyacen al alto volumen de las entradas de capital extranjero, ya se ha estudiado con todo detalle el proceso de liberalización financiera en Corea –que se caracteriza por sus desequilibrios y su rapidez en las últimas fases de aplicación– y también se ha señalado ya que el proceso de desregulación financiera no estuvo acompañado por la aplicación de ningún tipo de medida que controlara la entrada de capitales (epígrafe A). Asimismo, en el tercer capítulo de esta tesis ya se estudió el aumento, en los últimos decenios, de los flujos de capital y de la liquidez a escala internacional.

Existe una característica del proceso de liberalización que conviene recordar en este apartado. Ya se comentó en el epígrafe A de este capítulo que una de las medidas contenidas en la reforma financiera era el fomento de la creación de nuevos bancos de negocios, como parte de las medidas encaminadas a impulsar la competencia en el sector financiero. De este modo, en los años previos al estallido de la crisis aumentó el número de este tipo de entidades, esto es, de entidades cuya actividad principal se desarrolla en los mercados financieros internacionales. En efecto, según Cho (1999), entre 1994 y 1996, 24 compañías financieras se transformaron en bancos de negocios. Este fenómeno contribuye a explicar el alto volumen del endeudamiento extranjero que se produjo, precisamente, entre los años 1994 y 1996, como acaba de estudiarse en el epígrafe anterior (epígrafe B.1).

Por lo que respecta a las altas expectativas de rentabilidad de los proyectos de inversión, según lo expuesto en el segundo capítulo, son la incertidumbre que genera la globalización en los mercados financieros internacionales y la puesta en marcha de una reforma estructural los factores que explican el aumento de las expectativas de rentabilidad de las inversiones por parte, sobre todo, de los inversores externos. Pero, como se señaló en el capítulo tercero de esta tesis, parece que no se puede demostrar, de momento, el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales a raíz de un proceso de globalización financiera. Por otra parte, parece que, para el caso concreto de Corea, no fue necesaria la puesta en marcha de una reforma económica de gran magnitud para que se generaran unas expectativas demasiado optimistas. En este sentido, el estudio realizado por Kaufmann *et al.* (1999) señala que la agencia de *rating* Standard & Poor's concedió una calificación altísima a la deuda coreana durante los años noventa. En concreto, la deuda soberana gozó de calificaciones cercanas a AAA durante dicho periodo, produciéndose un aumento de esta calificación a mediados del año 1995, esto es, en pleno *boom* de crédito. Asimismo, en el momento en que se

produjo el ingreso de Corea del Sur en la OCDE, aumentaron de golpe los *ratings* de todas las clases de deuda coreana y se le concedió a la deuda pública el estatus de “ponderación cero” (*zero weight status*) (Kregel, 1998a).

## 2.2. Determinantes de la composición de las entradas de capital

### 2.2.1. Causas de la alta proporción de deuda en las entradas de capital extranjero

En los años previos al estallido de la crisis de 1997 sí se dieron los dos elementos que explican, desde el punto de vista teórico, la alta proporción de deuda en las entradas de capital extranjero: el diferencial de tipos de interés y la ausencia de un sistema de regulación y supervisión que controlara la captación de fondos por parte de la red financiera local.

El diferencial de los tipos de interés coreanos con respecto a los estadounidenses y los japoneses era considerablemente alto durante los años que duró el *boom* de entradas de capital. Por lo que respecta a los tipos de interés a corto plazo, durante el periodo 1994-1996, el diferencial medio entre el tipo de interés coreano y el estadounidense ascendió a 7,37% y el diferencial entre el tipo de interés coreano y el japonés se elevó hasta 11,19%. En lo que se refiere a los tipos de interés a largo plazo, los diferenciales eran menos elevados pero, también, muy importantes. El diferencial medio (para el mismo periodo) fue de 5,16% con respecto a los tipos norteamericanos y de 9,04% con respecto a los japoneses. Los diferenciales se explican tanto por unos tipos de interés coreanos muy elevados como por unos tipos estadounidenses y japoneses muy bajos. Véase, por ejemplo, que el tipo de interés japonés a corto plazo rozó el 1% en 1995 (cuadro 5.7).

Cuadro 5.7. Diferenciales de tipos de interés. Corea

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	media 94-96
tipos de interés a corto plazo (a)										
Estados Unidos	8,1	5,7	3,52	3,02	4,2	5,84	5,3	5,46	5,35	5,11
Japón	7,24	7,46	4,58	3,06	2,2	1,21	0,47	0,48	0,37	1,29
Corea	14,03	17,03	14,32	12,12	12,45	12,57	12,44	13,24	14,98	12,49
diferencial Estados Unidos/Corea	5,93	11,33	10,8	9,1	8,25	6,73	7,14	7,78	9,63	7,37
diferencial Japón/Corea	6,79	9,57	9,74	9,06	10,25	11,36	11,97	12,76	14,61	11,19
tipos de interés a largo plazo (b)										
Estados Unidos	8,55	7,86	7,01	5,82	7,11	6,58	6,44	6,35	5,26	6,71
Japón	7,36	6,53	4,94	3,69	3,71	2,53	2,23	1,69	1,1	2,82
Corea	15,03	16,46	15,08	12,08	12,3	12,4	10,9	11,7	12,8	11,87
diferencial Estados Unidos/Corea	6,48	8,6	8,07	6,26	5,19	5,82	4,46	5,35	7,54	5,16
diferencial Japón/Corea	7,67	9,93	10,14	8,39	8,59	9,87	8,67	10,01	11,7	9,04

(a) Los tipos de interés a corto plazo son las tasas del mercado monetario.

(b) Los tipos de interés a largo plazo son los rendimientos de los bonos del Estado y otros bonos que puedan ser indicativos de tasas a largo plazo.

Fuente: FMI (1999a)

Los altos tipos de interés coreanos se explican por la aplicación, por parte de las autoridades coreanas, de una política monetaria restrictiva. Esta medida buscaba dos objetivos primordiales. Por una parte, el gobierno buscaba mantener la inflación bajo control y, por otra, se pretendía desviar el ahorro local del mercado financiero informal, integrándolo en la red financiera local mediante altas remuneraciones a los depósitos (Adelman y Song, 1998). Esta política empezó a aplicarse en Corea en los ochenta y, según Adelman y Song (1998), se intensificó en los noventa, en respuesta a las presiones del FMI y de la OCDE. Así, con la apertura de la cuenta de capitales, los altos diferenciales de los tipos de interés coreanos con respecto a los mundiales sirvieron de incentivo para que los agentes económicos coreanos se endeudaran fuertemente con el extranjero; lo cual explica la alta proporción de deuda en las entradas de capital extranjero en Corea del Sur en los años previos al estallido de la crisis (Adelman y Song, 1998 y Baliño y Ubide, 1999).

Por lo que respecta al sistema de regulación y supervisión de la actividad de la red financiera coreana, ya se indicó que la supervisión de la actividad financiera estaba dividida en dos organismos de modo que se separaba el control de la red bancaria comercial del control de la red financiera no bancaria. Asimismo, ya se indicó que este último sistema de control se caracterizaba por ser aún más débil e ineficaz que el ya deficiente sistema de control de la banca tradicional. Esto explicaría, al menos en parte, el gran volumen de deuda externa contratado en los años del *boom* de entradas de capital extranjero y por qué gran parte de dicho endeudamiento se produjo por parte de la red financiera y, en concreto, por parte de las instituciones financieras no bancarias (ver epígrafe B.1).

Además, según Baliño y Ubide (1999) y Dooley y Shin (2000), entre los diversos desequilibrios que caracterizaron el proceso de liberalización financiera, existe uno que contribuyó a que gran parte de la captación del ahorro externo se hiciera mediante contratos o títulos de deuda. Y es que las autoridades coreanas –tratando de contener el endeudamiento directo de las corporaciones locales con el exterior y la IDE o la inversión en bolsa masivas por parte de inversores extranjeros– promovieron, en realidad, el fuerte endeudamiento de los agentes financieros locales con el exterior.

#### 2.2.2. Factores explicativos de la denominación en divisas de las entradas de capital extranjero y de la no cobertura del riesgo cambiario

Ya hemos mencionado en anteriores ocasiones que no existe consenso sobre si las autoridades monetarias coreanas llevaron a cabo o no una política cambiaria de tipo de cambio fijo o semi-fijo en los años previos al estallido de la crisis de 1997 (García y Olivié, 1999). Además, en el epígrafe A, se ha estudiado que las autoridades monetarias aprobaron una serie de medidas destinadas a flexibilizar el tipo de cambio. Así, en 1990, se aprobó la adopción de un tipo de cambio medio de mercado (MAR). No obstante, aunque con

mayor flexibilidad que con un ancla dura, el won seguía, de este modo, indexado al dólar. Según Baliño y Ubide (1999) el régimen cambiario coreano de los noventa era, en realidad, el de un tipo de cambio deslizante, en el que la variación diaria permitida fue, durante la década de los noventa y hasta noviembre de 1997, de 2,25%. De hecho, la variación nominal del won con respecto al dólar entre los años 1990 y 1996<sup>164</sup> fue, de media, de 2,16%.

En cualquier caso, puede decirse que las fluctuaciones nominales del won con respecto al dólar fueron muy leves (cuadro 5.8): el mayor movimiento registrado entre los años 1990 y 1996 fue una pérdida del valor nominal de la moneda de 6,45% entre los años 1991 y 1992. Recuérdese que la baja volatilidad nominal del won con respecto al dólar ha sido señalada como un incentivo para la no cobertura del riesgo de tipo de cambio de las operaciones realizadas en moneda extranjera (Banco Mundial, 1999, Eichengreen y Hausmann, 1999).

Cuadro 5.8. Tipo de cambio nominal won/dólar (a)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
tipo de cambio	707,76	733,35	780,65	802,67	803,45	771,27	804,45	951,29	1401,44
variación anual		3,62	6,45	2,82	0,10	-4,01	4,30	18,25	47,32

(a) media del periodo de los tipos de cambio de mercado  
 Fuente: FMI (1999a)

Ciertas características del sistema de regulación y supervisión del endeudamiento de la banca explican que gran parte de las entradas de capital estuvieran denominadas en moneda extranjera. En concreto, fue el diseño erróneo del cociente de liquidez el que impulsó el endeudamiento en moneda extranjera por parte de las instituciones financieras. En efecto, como ya se estudió en el epígrafe A de este capítulo, los cocientes de liquidez que se aplicaban a las instituciones financieras coreanas excluían de su cómputo las

---

<sup>164</sup> Se ha elegido el año 1996 como fin del periodo para evitar el efecto, en el cálculo, de los ataques especulativos de 1997.

posiciones en divisas, lo cual no solamente anulaba el fin último de dicho cociente, sino que, además, fomentaba el endeudamiento en moneda extranjera.

### 2.2.3. Factores subyacentes al corto plazo y/o la volatilidad de las entradas de capital extranjero

Ya se han repasado la mayoría de los factores que promueven el corto plazo y/o volatilidad de las entradas de capital foráneo (volatilidad si se trata de inversión en capital o volatilidad y vencimiento a corto plazo si se trata de contratos o títulos de deuda): el aumento de la liquidez internacional, la ausencia de controles a la entrada de capitales, el régimen cambiario, la ineficacia del sistema de regulación y supervisión y el diferencial entre los tipos de interés coreanos y los internacionales. Con respecto a este último factor, Baliño y Ubide (1999) insisten en el hecho de que no solamente existía un fuerte diferencial de tipos en general, sino que, además, dicho diferencial era particularmente alto en los instrumentos de deuda a corto plazo ya que los tipos de interés extranjeros sobre estos instrumentos eran sensiblemente más bajos que sus equivalentes a largo plazo, con lo que no sólo se promovía el endeudamiento externo sino también que éste se realizara a corto plazo. En concreto, mientras el diferencial medio a largo plazo, para el periodo 1994-1996, entre Corea y Estados Unidos ascendía a 5,16%, su equivalente a corto plazo era de 7,37% (cuadro 5.7).

El último factor que subyace, según la propuesta teórica del segundo capítulo, a la estructura de vencimientos de las entradas de capital y a su carácter volátil es el aumento de la asimetría de la información a escala internacional, como consecuencia del proceso de globalización financiera. Esta variable ya fue estudiada con detenimiento en el capítulo tercero de esta tesis y dicho estudio no pudo ser concluyente sobre la existencia o ausencia de asimetría de la información en los mercados financieros internacionales. Así pues, para el caso concreto de Corea, sólo se puede afirmar que los factores que

promovieron la estructura de vencimientos de las entradas de capital fueron el aumento de la liquidez internacional, la ausencia de controles a la entrada de capitales, la existencia de un fuerte diferencial de tipos de interés (sobre a todo el de los tipos sobre instrumentos a corto plazo), el régimen cambiario semi-fijo y la ineficacia del sistema de regulación y supervisión de la red financiera local.

## C. ***BOOM DE CRÉDITO***

Siguiendo el esquema teórico propuesto, el siguiente paso tras la entrada masiva de capital extranjero cuya estructura predominante es que está compuesta fundamentalmente por deuda, que vence a corto plazo y/o es volátil y que está denominada en divisas y no cubierta del riesgo de tipo de cambio es, si se suman una serie de factores, la aparición de un *boom* de crédito cuya característica principal es que dicho crédito se concede para proyectos de alto riesgo. Estos factores adicionales son, por una parte, la existencia de una alta intermediación bancaria, que, junto con la entrada masiva de capital, explica el alto volumen de créditos concedidos. Por otra parte, están las garantías gubernamentales a los depósitos bancarios (sean éstas reales o no); la ausencia de un sistema de regulación y supervisión que controle la concesión de financiación por parte de la red financiera; y, de nuevo, unas expectativas demasiado optimistas sobre la rentabilidad de los proyectos de inversión (esta vez, sobre todo por parte de los inversores locales). Este epígrafe seguirá la misma estructura que el epígrafe anterior. Esto es, en primer lugar se repasará la evolución del crédito local coreano en los años de entrada masiva de capital extranjero, para comprobar si, efectivamente, el volumen fue alto y los créditos se concedieron para actividades de alto riesgo. En segundo lugar, se repasarán las causas del *boom* de crédito o, lo que es lo mismo, si se dieron los factores que se acaban de mencionar.

### 1. CARACTERÍSTICAS DE LA CONCESIÓN DE CRÉDITO

#### 1.1. Volumen del crédito

Durante los años de entrada masiva de capital extranjero, aumentó también, considerablemente, el crédito concedido por la red financiera local en el interior del país; de tal modo que puede decirse que un *boom* de crédito precedió el estallido de la crisis financiera de 1997. El análisis de dicho crédito

se ceñirá al estudio de la financiación concedida al sector privado, ya que ésta representa casi la totalidad del crédito interno coreano de los noventa. Sirva de ejemplo que, de media durante los años 1994 a 1996, el 98,8 % de los créditos que figuraban en los activos de la red financiera coreana eran derechos sobre el sector privado mientras que los créditos al sector público tan sólo ascendían a 1,2% (FMI, 1999a). Dicho de otra manera, el *boom* de crédito coreano de los noventa es un *boom* de crédito privado.

A lo largo de los noventa, se produce un fuerte crecimiento de los activos de crédito de la banca coreana. Dicho crecimiento se mantiene por encima del 20% hasta mediados del decenio, momento en el que la tasa de crecimiento cae levemente, situándose en torno al 19%<sup>165</sup> (cuadro 5.9). Ya se definió, en el capítulo anterior, un *boom* de crédito como una situación en la que el crecimiento del crédito bancario supera el del PIB. Pues bien, aunque las tasas de crecimiento del PIB (en won corrientes) fueron llamativas, superando el 10% hasta el año en que el país entró en crisis, los activos de crédito de la banca crecieron a un ritmo aún más acelerado. Así, el diferencial entre el crecimiento de los créditos bancarios y el crecimiento del PIB fue de 9,4% en 1992 (con respecto al año anterior) y de más de 11% al año siguiente. A partir de esa fecha y hasta 1995 el crecimiento del crédito con relación al PIB se desaceleró (el diferencial de crecimiento bajó a 7,91% en 1994 y a 5,15% en 1995), pero en 1996 este diferencial volvió a aumentar, alcanzando 8,44% en 1996 y más de 12% en 1997 (cuadro 5.9). Así, aunque el *boom* de crédito local no está tan concentrado en el tiempo como lo está la entrada masiva de capital extranjero, puede decirse que, paralelamente a dicha entrada masiva, se produjo, en la década de los noventa y en Corea del Sur, un *boom* de crédito concedido por la banca local a los agentes privados locales.

---

<sup>165</sup> Estas tasas de crecimiento significan que los créditos al sector privado que figuran en los activos de la red financiera coreana se triplicaron (en won corrientes) entre los años 1990 y 1996.

Si se comparan las cifras para Corea (cuadro 5.9) con los datos de crédito interno en México (cuadro 4.7), se puede observar que el *boom* de crédito coreano, en los años previos al estallido de la crisis, no fue tan elevado como el que registró México, también en los años previos al estallido de una crisis. De hecho, México llegó a registrar tasas de crecimiento del crédito interno con respecto al crecimiento del PIB superiores al 21%, mientras, como acaba de ser señalado, dichas tasas, en Corea, no superaron en ningún momento el 13%<sup>166</sup>.

Cuadro 5.9. Crédito interno privado (a). Corea (miles de millones de won)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
crédito total	176.376	213.902	257.712	314.209	383.144	456.911	544.315	650.724	725.390
bancos creadores de dinero (b)	94.332	113.936	128.230	144.828	173.903	200.769	240.936	293.812	318.667
otras instituciones bancarias (c)	62.765	75.629	100.826	136.290	170.310	212.935	252.169	301.402	363.281
instituciones financieras no bancarias (d)	19.279	24.337	28.656	33.091	38.931	43.207	51.210	55.510	43.442
Δcrédito comercial (%)	20,67	20,83	22,73	22,44	20,19	19,19	20,71	20,57	14,57
PIB	179.539	215.734	240.392	267.146	305.970	351.975	389.813	420.987	449.509
Δ PIB (%)	20,16	11,43	11,13	14,53	15,04	10,75	8,00	6,78	
Δcrédito-ΔPIB (%)	0,51	9,40	11,6	7,91	5,15	8,44	12,71	7,80	

- (a) Se considera crédito interno privado el que figura como activo en los balances de las instituciones financieras coreanas.
- (b) Según el FMI, son bancos creadores de dinero los bancos comerciales y otros bancos que acepten depósitos transferibles, como los depósitos a la vista.
- (c) Según la misma fuente, las otras instituciones bancarias son las instituciones que no aceptan depósitos transferibles pero que se dedican a la intermediación financiera mediante la aceptación de otros tipos de depósitos o la emisión de valores u otros pasivos que son sustitutos casi perfectos de los depósitos.
- (d) Son, según el FMI, instituciones financieras no bancarias las compañías de seguros, los fondos de pensiones...

Fuente: FMI (1999a) y cálculos propios

## 1.2. Destino del crédito

Según el esquema teórico que sirve de esqueleto para este capítulo, en este paso previo a la fragilidad financiera, no solamente el crédito se dispara, sino que además se concede a proyectos de alto riesgo. Se estudiará pues, en este epígrafe, el destino del *boom* de crédito coreano de los noventa. Del

<sup>166</sup> Sobre este punto, véase Hahm y Mishkin (2000), p. 41.

análisis de la asignación del crédito en Corea del Sur (cuadro 5.10), se pueden sacar las mismas conclusiones que ya sacó Cho (1999) sobre este tema. En primer lugar, se observa que el principal receptor del crédito interno es el sector privado empresarial. El sector público apenas participa en la reasignación del ahorro y la participación de los hogares es moderada. No obstante, en segundo lugar, se observa que en el periodo de tiempo que dura el *boom*, el peso relativo de cada uno de los tres sectores varía, aunque levemente. Y las tendencias de cada sector son las siguientes. Por lo que respecta al sector público, puede decirse que es el único de estos tres sectores cuyo grado de absorción del crédito interno queda prácticamente inalterado durante el periodo del *boom* de crédito<sup>167</sup>. Por su parte, el peso relativo del sector privado empresarial se reduce levemente durante los noventa, pasando del 77,60% en 1993 al 71,94% en 1998. Esta reducción se compensa con el aumento de la captación de crédito interno por parte de los hogares: éstos recibían poco más del 20% del crédito coreano en 1993, y algo más de 24% en 1997 (cuadro 5.10).

No obstante, como puede verse, las variaciones en la participación relativa de cada grupo son poco significativas y puede, por tanto, concluirse que el *boom* de crédito apenas alteró la distribución de dicho crédito en Corea y que, en cualquier caso, fue el sector empresarial el principal receptor del crédito. Cho (1999) señala, asimismo, que, si se divide el sector privado empresarial en dos grupos compuestos por grandes empresas y PYMEs (pequeñas y medianas empresas), se observa que, a lo largo de los noventa, las grandes empresas recibieron cada vez menos crédito interno y que, por el contrario, las PYMEs cada vez recibieron más (cuadro 5.10).

---

<sup>167</sup> La evolución del sector público es la siguiente: tras una leve reducción –del 2,83%– de su peso específico en la absorción del crédito interno, este sector aumenta su posición paulatinamente hasta el estallido de la crisis; crisis tras la cual su peso relativo aumenta sensiblemente (probablemente debido a las ayudas recibidas por las autoridades coreanas para superar la recesión económica).

Cuadro 5.10. Préstamos y descuentos de la red financiera por destinatario. Corea (cuarto trimestre, %) (a)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998
sector público	2,12	2,06 (-2,83)	2,11 (2,43)	2,21 (4,74)	2,23 (0,90)	2,77 (24,22)
sector privado empresarial	77,60	74,92 (-3,45)	74,45 (-0,63)	74,05 (-0,54)	73,51 (-0,73)	71,94 (-2,14)
sectores tradicionales (b)	6,25	6,10 (-2,40)	6,19 (1,48)	6,01 (-2,91)	6,37 (5,99)	7,93 (24,49)
manufacturas	45,36	42,61 (-6,06)	40,68 (-4,53)	39,93 (-1,84)	38,48 (-3,63)	36,20 (-5,93)
servicios generales (c)	3,55	3,02 (-14,93)	2,84 (-5,96)	2,89 (1,76)	3,37 (16,61)	3,98 (18,10)
comercio	7,88	7,92 (0,51)	8,10 (2,27)	8,82 (8,89)	8,90 (0,91)	8,01 (-10,00)
intermediarios financieros	5,00	4,50 (-10,00)	4,94 (9,78)	5,48 (10,93)	6,38 (16,42)	6,74 (5,64)
construcción	8,74	9,92 (13,50)	10,74 (8,27)	9,81 (-8,66)	8,81 (-10,19)	7,48 (-15,10)
inmobiliario	0,82	0,85 (3,66)	0,96 (12,94)	1,11 (15,63)	1,20 (8,11)	1,60 (33,33)
hogares	20,28	23,01 (13,46)	23,44 (1,87)	23,72 (1,19)	24,25 (2,23)	25,29 (4,29)

(a) los números en paréntesis corresponden a la variación con respecto al año anterior

(b) sectores tradicionales: agricultura, caza, pesca, minería, electricidad y gas

(c) servicios generales: hostelería y restauración, transporte y almacenaje

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas, Corea.

### 1.2.1. Inversión productiva

La principal beneficiaria del crédito recibido por el sector empresarial – con una diferencia notable con respecto a las demás ramas– fue la de las manufacturas. De hecho, dicha rama ya absorbía el grueso del crédito en 1993 (45,36%) y a pesar de que recibe cada vez menos crédito interno a partir de ese momento y hasta el estallido de la crisis (38,48% en 1997), sigue siendo la principal receptora. Por lo que respecta a los sectores tradicionales (agricultura, pesca, minería...) y otros servicios tales como la hostelería y el transporte, la fracción de crédito interno que reciben se mantiene, más o menos y con algunos altibajos entre 1993 y 1998. En cuanto a las ramas del comercio y los intermediarios financieros, aumenta sensiblemente la proporción de crédito que se les asigna; no obstante, estas cifras de crecimiento tan altas responden al

hecho de que parten de porcentajes de participación muy bajos en 1993 (menos del 8% para el comercio y 5% para los intermediarios financieros). Por lo que respecta al sector de la construcción, se produce un fuerte aumento de la fracción de crédito que se le asigna entre 1993 y 1995 (pasando de 8,74% a 10,74%) pero, a partir de este último año –esto es, en pleno *boom* de entradas de capital y de crédito– su participación volvió a reducirse hasta volver a los niveles de 1993 en 1997. En cuanto al sector de servicios inmobiliarios, su absorción de crédito interno aumenta vertiginosamente entre 1993 y 1998 pero estas cifras deben ser matizadas ya que este sector partía de una participación casi nula en la distribución del crédito interno (0,82% en 1993) (cuadro 5.10).

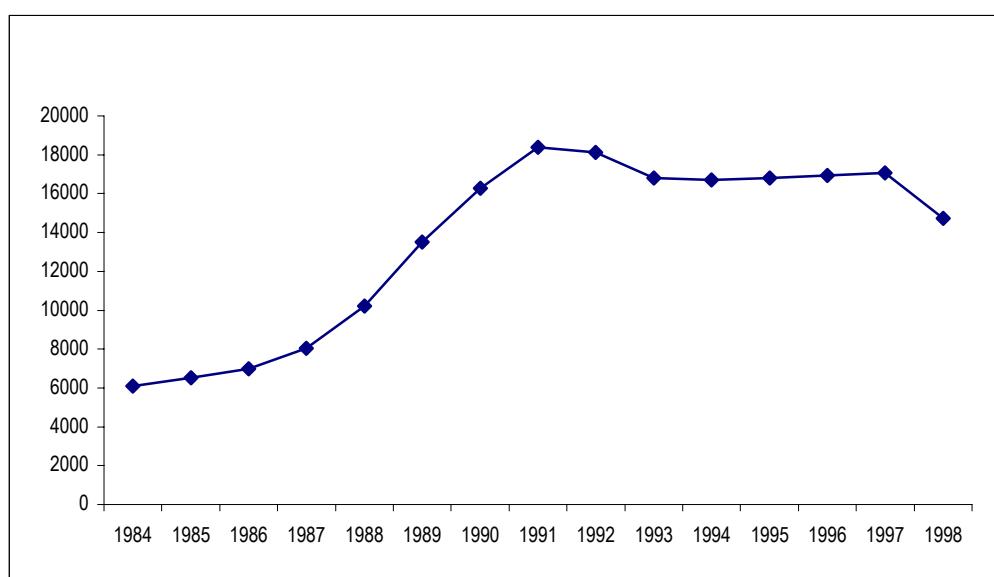
Según Baliño y Ubide (1999) el hecho de que los fondos dedicados al sector de la construcción se redujeran entre 1995 y 1996 responde a que las autoridades tomaron medidas para evitar la aparición de una burbuja especulativa en dicho sector. Como ya hemos mencionado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.* 2000; García y Olivié, 1999), el *boom* de crédito que precede a una crisis financiera suele destinarse al consumo –como ocurrió en México– y a la inversión improductiva –como ocurrió en México y también en los países asiáticos que entraron en crisis en la misma época que Corea–. En concreto, si en lugar de consumir el ahorro externo, se invierte, suele destinarse a actividades especulativas bursátiles o inmobiliarias. Pero el caso de Corea es distinto ya que no se observa, en los años previos a la crisis, una actividad especulativa significativa.

Por lo que respecta a la especulación inmobiliaria, ya se ha señalado que el crédito destinado a este sector nunca fue muy elevado –contrariamente al crédito destinado al sector de las manufacturas– y que, además, se redujo a partir de 1995. Es más, si se observa la evolución de los precios del suelo coreano desde mediados de los ochenta (gráfico 5.2), puede verse que, de crearse una burbuja especulativa, ésta se creó antes de que el capital extranjero empezara a entrar masivamente en el país: se dio un fuerte crecimiento de los

precios del suelo entre 1985 y 1991, mientras que, como ya se ha señalado, el *boom* de entradas de capital extranjero se dio entre 1994 y 1996. A partir de 1991 y hasta 1994, los precios del suelo descendieron y entre 1994 y 1997 se estabilizaron, para luego recaer tras la crisis.

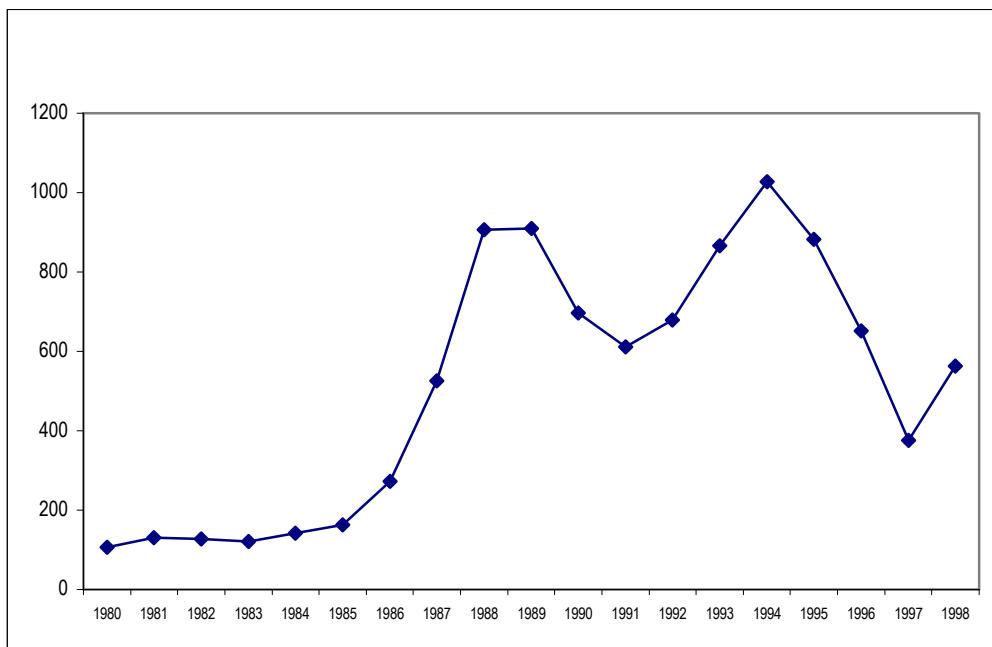
Ocurre algo similar con la especulación bursátil. En Corea, se produjo un fuerte aumento del índice bursátil entre los años 1985 y 1988. Según datos de la Oficina Nacional de Estadísticas, los aumentos fueron de 67% entre 1985 y 1986 y de 93% entre 1986 y 1987. Entre 1989 y 1991, el índice cayó abruptamente, para luego recuperarse entre 1991 y 1994. A partir de 1994 y hasta el estallido de la crisis, el descenso del índice bursátil fue notable. En otras palabras, igual que ocurre con la especulación en el sector inmobiliario, la especulación en el mercado de valores, de existir, no coincidió con el periodo de entrada masiva de capital extranjero ni de concesión desmesurada de créditos por parte de la banca local. Resumiendo, el *boom* de crédito coreano no solamente se destinó a la inversión en vez de al consumo sino que, además, se destinó a actividades productivas en lugar de especulativas.

Gráfico 5.2. Precio medio del suelo. Corea (miles de millones de won)



Fuente: KREIC (Centro Coreano de Información sobre Bienes Raíces)

Gráfico 5.3. Índice bursátil. Corea (a 31/XII, 1980 = 100)



Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas, Corea.

### 1.2.2. Baja rentabilidad de la inversión bancaria

No obstante, el hecho de que gran parte del crédito interno se destinara a actividades productivas no significa que la intermediación bancaria coreana fuera eficaz ni que la asignación del crédito fuera la correcta. De hecho, como ya hemos señalado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.*, 2000; García y Olivié, 1998 y 1999) y como sugiere la mayoría de los autores que han estudiado el tema (Adelman y Song, 1998; Baliño y Ubide, 1999; Borensztein y Lee, 1999; Cho, 1999; Dooley y Shin, 2000; Lee y You, 2000; Hahm y Mishkin, 2000), la concesión del crédito por parte de la red financiera coreana no fue la adecuada. El problema radica en que algunas instituciones financieras concedían parte de los créditos sin exigir un aval (Dooley y Shin, 2000), no miraban de cerca el grado de concentración de su cartera de clientes, que era muy elevado y, lo que es más peligroso aún (y que será estudiado a continuación), no evaluaban la capacidad de devolución de la deuda de sus prestatarios; capacidad que fue mermándose sensiblemente en los años previos al estallido de la crisis. En otras palabras, los créditos, si bien productivos, se

concedían a unidades empresariales cuya capacidad de devolución no quedaba asegurada e iba en descenso.

El deterioro de la red empresarial fue el resultado de tres factores, fundamentalmente. El primero de ellos es el crecimiento del –ya elevado antes de la década de los noventa– grado de apalancamiento de las empresas receptoras del crédito. El segundo consiste en la disminución de la rentabilidad de las inversiones que realizaba la red empresarial (debida, en parte, a la excesiva diversificación de las actividades de los conglomerados). El tercer factor es el creciente desajuste de monedas de los balances de la red empresarial: dado que casi la totalidad de las inversiones de las empresas no financieras se realizaban en won y que parte de los créditos que les concedía la red financiera local estaban denominados en divisas, se fue produciendo un creciente desajuste de monedas entre los activos y los pasivos del sector.

a) Aumento del endeudamiento de la red empresarial

Por lo que respecta al aumento del endeudamiento de la red empresarial no financiera, éste fue en aumento en los noventa y hasta el estallido de la crisis financiera en 1997. Borensztein y Lee (1999) señalan que no solamente el sector empresarial de Corea del Sur registraba ratios de apalancamiento superiores a los de otros países como Japón, Taiwán o los Estados Unidos, sino que, además, dicho ratio –después de mejorar notablemente durante los ochenta– empeoró a partir de 1988. Según datos extraídos de Baliño y Ubide (1999), la mayoría de los *chaebol* registraron grados de apalancamiento superiores a 400% en los noventa. El endeudamiento del sector manufacturero aumentó durante los noventa, cayendo el ratio de capital social sobre activos más de 4% de media al año entre 1990 y 1997. Asimismo, disminuye de forma notable la proporción de capital social en el pasivo de una de las ramas más representativas de la economía surcoreana como es la industria del automóvil: dicho ratio se reduce un 8% interanual entre 1990 y 1997, pasando de 21,3% a

15,3% (cuadro 5.11). Asimismo, Hahm y Mishkin (2000) señalan que eran, sobre todo, los grandes conglomerados (los 30 mayores) los que registraban altas tasas de endeudamiento. Concretamente, según Cho (1999), eran los conglomerados situados entre la 6<sup>a</sup> y la 30<sup>a</sup> posición los que se endeudaban más intensamente<sup>168</sup>.

Cuadro 5.11. Ratio capital social / activos totales de la industria manufacturera. Corea (%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	Δ90-97
manufacturas	25,94	24,59	23,88	25,32	24,84	25,85	23,97	20,15	24,81	-4,12
textil	25,37	25,96	24,86	24,15	23,6	23,72	21,7	20,91	18,25	-3,17
productos químicos	33,36	31,71	29,79	29,01	28,76	29,58	28,13	26,68	32,51	-3,66
metales básicos	38,61	35,75	33,69	33,46	31,95	32,89	30	25,12	30	-6,91
metales manufacturados	22,11	20,57	16,41	19,98	26,2	24,01	24,48	22,4	19,75	0,22
maquinaria y bienes de equipo	20,09	18,45	18,9	25,12	23,78	20,73	21,45	18,3	21,8	-1,54
vehículos de motor	21,28	18,02	17,86	20,17	18,12	18,4	17,75	12,23	15,33	-8,82

Fuente: Oficina Nacional de Estadísticas, Corea.

Parte de esta deuda provenía de la red financiera local, que era en ese momento la principal receptora del ahorro externo. No obstante, las corporaciones locales aprovecharon las nuevas oportunidades de financiación que les brindaban las medidas adoptadas con el proceso de liberalización financiera para emitir títulos de deuda y no tener que recurrir al clásico contrato de crédito o préstamo bancario. Según Cho (1999), en los noventa, las empresas coreanas pertenecientes a los sectores del automóvil<sup>169</sup>, la petroquímica, los semiconductores y la maquinaria pesada emitieron gran número de efectos de comercio cuyos vencimientos eran, en su mayoría, inferiores a tres meses. Todas estas empresas se dedicaron, además, a utilizar estos recursos a corto plazo para financiar actividades a largo plazo.

<sup>168</sup> Cho (1999) señala que los cinco mayores *chaebol* gozaban de la reputación suficiente, en los mercados financieros internacionales, como para no tener que acudir a la red financiera coreana y obtener mejores condiciones de financiación acudiendo a bancos extranjeros o emitiendo títulos en los mercados financieros internacionales.

<sup>169</sup> Como se acaba de señalar, este sector es precisamente uno de los que sufre una mayor caída del ratio capital social sobre activos (cuadro 5.11).

## b) Caída de la rentabilidad de la red empresarial

El segundo factor que contribuyó al deterioro de los balances de las empresas coreanas no financieras fue la caída de su rentabilidad. Esto significa que las grandes cantidades de fondos externos a las que recurrieron no fueron invertidas correctamente. Como se acaba de señalar, algunas empresas abusaron de la financiación a corto plazo para sufragar actividades a largo plazo. Cabe ahora analizar más detenidamente este segundo factor. Según Baliño y Ubide (1999), gran parte de los créditos que las corporaciones locales solicitaban para las actividades de exportación eran utilizados para la inversión en bienes de equipo. Recuérdese que los créditos al comercio crecieron sensiblemente al final del *boom* de crédito (casi 9% entre 1995 y 1996) (cuadro 5.10). Y es que, como señalan Cho (1999) y Lee y You (2000) y como ya hemos afirmado en anteriores trabajos de investigación (Bustelo *et al.*, 2000 y García y Olivié, 1999), los conglomerados utilizaron los fondos ajenos para realizar inversiones a largo plazo –que resultaron ser excesivas– que les permitieran aumentar su capacidad productiva. Esto explicaría que no se diera una burbuja especulativa en los sectores inmobiliario y bursátil<sup>170</sup>. También se ha señalado (Baliño y Ubide, 1999) que los conglomerados coreanos buscaban, asimismo, diversificar sus actividades de producción hacia nuevas industrias que, a menudo, estaban poco relacionadas con la actividad principal del grupo y alcanzar cuotas mayores en los mercados de exportación<sup>171</sup>. Esta estrategia empresarial, lejos de arrojar resultados positivos, dio lugar a un sobredimensionamiento de las empresas coreanas y a una caída de su rentabilidad (Baliño y Ubide, 1999; Borensztein y Lee, 1999; Cho, 1999; Hahm y Mishkin, 2000).

---

<sup>170</sup> Existen, no obstante, autores que apuntan que sí se generó una burbuja financiera en Corea del Sur previamente al estallido de la crisis (Lee y You, 2000).

<sup>171</sup> Parte de este gran volumen de inversión se realizó en el extranjero, sobre todo en forma de inversión en cartera (financiada con deuda extranjera a corto plazo), lo cual aumentaba aún más el riesgo financiero de la economía coreana en su conjunto (Lee y You, 2000).

La rentabilidad puede medirse mediante el ratio de ingresos netos sobre activos (cuadro 5.12). Si se observa dicho ratio, para la industria manufacturera coreana en los noventa, puede verse que tanto en la industria de las manufacturas en general como en algunos sectores relevantes de la industria manufacturera coreana, se produce una caída del ratio entre 1995 y 1996. Para el caso concreto del sector textil, el índice de rentabilidad sufre algún que otro altibajo a principios de los noventa y posteriormente empieza su caída entre 1994 y 1995 (caída de 7%) y se agudiza el año siguiente, disminuyendo más del 50%. En cuanto a los sectores químico, de maquinaria y bienes de equipo y de vehículos de motor, la reducción del índice de rentabilidad empieza un poco más tarde, entre 1995 y 1996, siendo las caídas de 24%, 9% y 21%, respectivamente. Tras el estallido de la crisis en 1997, la rentabilidad de la industria manufacturera siguió disminuyendo, como consecuencia de la disminución de la actividad económica.

Cuadro 5.12. Ratio ingresos netos / activos totales de la industria manufacturera.  
Corea (%) (a)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
manufacturas	6,82	7,11	6,88	6,58	7,35	8,39	6,01	4,81	3,79
		(4,25)	(-3,23)	(-4,36)	(11,70)	(14,15)	(-28,37)	(-19,97)	(-21,21)
textil	5,73	5,92	6,44	5,62	6,43	5,98	2,67	3,31	1,63
		(3,32)	(8,78)	(-12,73)	(14,41)	(-7,00)	(-55,35)	(23,97)	(-50,76)
químicos	7,88	7,33	6,94	5,97	7,81	8,98	6,86	6,05	7,07
		(-6,98)	(-5,32)	(-13,98)	(30,82)	(14,98)	(-23,61)	(-11,81)	(16,86)
maquinaria y bienes de equipo	7,29	8,12	7,2	8,07	7,5	7,75	7,08	5,94	4,64
		(11,39)	(-11,33)	(12,08)	(-7,06)	(3,33)	(-8,65)	(-16,10)	(-21,89)
vehículos de motor	6,88	6,12	6,72	5,99	6,77	7,07	5,56	4,33	-10,51
		(-11,05)	(9,80)	(-10,86)	(13,02)	(4,43)	(-21,36)	(-22,12)	(-342,73)

(a) Las cifras entre paréntesis indican la variación porcentual respecto del año anterior.

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

Borensztein y Lee (1999) desarrollan un estudio econométrico que evalúa qué variables determinan la asignación del crédito en Corea<sup>172</sup>. Los autores llegan a la conclusión de que, en términos generales, el criterio para asignar el crédito en Corea no ha sido (para la muestra seleccionada y el periodo elegido) la rentabilidad potencial del proyecto de inversión. Es más, existe un factor que sí ha sido clave para la concesión de crédito en el interior del país y éste ha sido la intensidad de la actividad exportadora de la empresa receptora; lo cual resulta bastante lógico dadas las medidas y prioridades del gobierno durante los años de desarrollo económico, en los sesenta y setenta.

c) Desajuste de monedas en la red empresarial

El tercer y último factor (además del aumento del endeudamiento y de la caída de la rentabilidad) que contribuyó a que los balances de la red empresarial no financiera se deterioraran fue el creciente desajuste de moneda entre activos y pasivos provocado, sobre todo, por un aumento de los pasivos en moneda extranjera. Entre 1994 y 1997, los préstamos en divisas al sector privado crecieron por encima de sus obligaciones totales y de los préstamos y descuentos en won. En 1994, el crecimiento de los préstamos en divisas superaba por poco al crecimiento de las otras dos partidas: mientras los préstamos en divisas crecieron 28%, los préstamos en won y las obligaciones totales aumentaron 25,2% y 25,8%, respectivamente. Esta brecha se ensanchó en los años posteriores y hasta el estallido de la crisis, ya que en 1995, 1996 y 1997, los préstamos en moneda extranjera crecieron 25,3%, 28,6% y casi 68%, respectivamente, mientras que los préstamos en won y las obligaciones totales aumentaron, durante los mismos años, a tasas no superiores a 19% (cuadro 5.13).

---

<sup>172</sup> El estudio cubre una muestra de 32 industrias manufactureras para un periodo de tres décadas (1969-1996).

Se acaba de analizar el destino del crédito de las empresas coreanas, llegando a la conclusión de que estos recursos se destinaban a aumentar la capacidad productiva. Por tanto, es lógico pensar que la totalidad o casi la totalidad de las inversiones de las empresas coreanas no financieras se realizaban en won. Además estas mismas empresas recurrían cada vez más a la financiación en divisas. De modo que puede decirse que, en los años previos a la crisis, estas empresas sufrieron un creciente desajuste de monedas entre sus activos y sus pasivos, dándose un aumento de los pasivos en divisas con relación a los activos en divisas. De este modo, como afirman Hahm y Mishkin (2000), al transferir la deuda externa al sector empresarial local, los riesgos de tipo de cambio también eran transferidos de la red financiera local al sector empresarial.

Cuadro 5.13. Derechos de la red financiera sobre el sector privado, por denominación. Corea (miles de millones de won y %) (a)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
derechos totales sobre el sector privado	203.136	253.864	299.390	352.872	443.855	528.981	628.443	747.306	727.747
	(25,0)	(b)	(17,9)	(17,9)	(25,8)	(19,2)	(18,8)	(18,9)	(-2,6)
préstamos y descuentos en won	147.685	185.309	223.218	263.214	329.502	391.144	465.074	535.438	475.149
	(25,5)	(20,5)	(17,9)	(25,2)	(18,7)	(18,9)	(15,1)	(-11,3)	
préstamos en moneda extranjera	11.769	14.775	14.727	14.448	18.498	23.179	29.811	49.915	44.473
	(25,5)	(-0,3)	(-1,9)	(28)	(25,3)	(28,6)	(67,4)	(-10,9)	

(a) La red financiera incluye los bancos creadores de dinero y las instituciones financieras no bancarias.

(b) Las cifras entre paréntesis indican la variación porcentual respecto del año anterior.

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

En definitiva, mientras en los años previos a la crisis la deuda externa mexicana se reutilizó dentro del país para financiar créditos al consumo y una burbuja especulativa, la reasignación del crédito en Corea (también en los años previos a la crisis) fue, en apariencia, más cauta ya que, no solamente el *boom* de crédito no tuvo las proporciones que alcanzó el *boom* de crédito mexicano, sino que, además, apenas aumentó el crédito al consumo y las autoridades consiguieron mantener las actividades especulativas bajo control. No obstante,

la reasignación del crédito no fue todo lo eficiente que cabía esperar. Por una parte, la red financiera local prestaba los fondos obtenidos del extranjero a una cartera de clientes demasiado concentrada y, a veces, sin exigir los avales correspondientes. Por otra parte, estos receptores últimos del crédito externo sufrían, en el periodo previo al estallido de la crisis, un deterioro de sus balances (propiciado por el aumento del apalancamiento y de la capacidad productiva, por la caída de la rentabilidad de sus inversiones y por el creciente desajuste de monedas entre activo y pasivo) que, si bien no aseguraba el impago de la deuda a la red financiera local, sí aumentaba el riesgo de que se produjera dicho impago.

## 2. CAUSAS DEL *BOOM* DE CRÉDITO

Ya se ha señalado en el segundo capítulo de esta tesis que la entrada masiva de capital extranjero (estudiada en el epígrafe inmediatamente anterior) sumada a un alto grado de intermediación bancaria explica el volumen del *boom* de crédito y que existen, además, tres factores que explican que dicho crédito se dedique a actividades de alto riesgo. Estas tres variables son: (1) la existencia de expectativas demasiado optimistas acerca de las posibilidades de rentabilidad de las inversiones; (2) la existencia de garantías gubernamentales a los depósitos bancarios; y, por último, (3) la ausencia de un sistema de regulación y supervisión que controle la actividad de préstamo de la red financiera local. En el presente epígrafe se repasan el grado de intermediación bancaria y cada uno de estos tres factores para comprobar si la situación financiera de Corea en los años previos a la crisis sirve para respaldar empíricamente el esquema teórico planteado en el capítulo segundo.

Del análisis de las características de las entradas de capital (epígrafe B.1) se deduce que existió, en los noventa, una alta intermediación bancaria de dichas entradas, de modo que la red financiera local redistribuía estos fondos

en el interior de la economía<sup>173</sup>. Esto se deduce porque, en primer lugar, al analizar qué agentes fueron los receptores del capital extranjero, ya se vio que los primeros receptores (por delante de las empresas no financieras) fueron las instituciones financieras locales. Y, en segundo lugar, en el epígrafe anterior (C.1) se sostiene que el crédito concedido por estas instituciones se dispara en los mismos años. Por lo tanto, en los noventa, en Corea, la red financiera local se dedicó a intermediar buena parte del ahorro externo que se invertía en el interior del país. El ratio de crédito –ya utilizado para calcular la intermediación bancaria en México– confirma el alto grado de intermediación en Corea del Sur.

Cuadro 5.14. Grado de intermediación bancaria: ratio de crédito. Corea (miles de millones de won y %)

	1988	1989	1990	1991	1992	1993
base monetaria	9.668	12.753	13.728	16.217	17.980	22.945
dinero en circulación	5.133	6.140	7.011	7.913	8.581	12.109
reservas bancarias	4.535	6.613	6.717	8.304	9.399	10.836
crédito al sector privado	59.018	74.383	94.332	113.936	128.230	144.828
ratio de crédito	6,10	5,83	6,87	7,03	7,13	6,31
	1994	1995	1996	1997	1998	
base monetaria	25.074	29.153	25.634	22.246	20.280	
dinero en circulación	13.127	15.061	15.453	15.448	13.670	
reservas bancarias	11.947	14.092	10.181	6.798	6.610	
crédito al sector privado	173.903	200.769	240.936	293.812	318.667	
ratio de crédito	6,94	6,89	9,40	13,21	15,71	

Fuente: FMI (1999a) y cálculos propios

Es más, la intermediación bancaria en Corea del Sur, en los años previos al estallido de la crisis, superaba la de México en la primera mitad de los noventa. El ratio de crédito de México durante el *boom* de crédito (1990-1993), no superó la cifra de 8 y se mantuvo en torno a una media de 5,75 (cuadro 4.11) mientras que en Corea del Sur, este mismo ratio llegó a alcanzar 13,21 en 1997 y se mantuvo, durante los noventa, en torno a una media de 8,83 (cuadro 5.14). En los noventa, el ratio de crédito medio que registraba Argentina era de 3,39 y el de Estados Unidos de 7,32 (FMI, 1999a). Así, puede decirse que la

<sup>173</sup> Esta idea también se defiende en el estudio de Dooley y Shin (2000).

intermediación bancaria coreana en los noventa era muy elevada, tanto si se compara con la que se registraba en otras economías emergentes como México o Argentina como si se compara con la de países ricos como Estados Unidos.

Ya se evaluó el grado de optimismo de las expectativas de rentabilidad de las inversiones al repasar las causas de la entrada masiva de capital extranjero (epígrafe B.2.). En ese punto, se llegó a la conclusión de que la agencia de *rating* internacional Standard and Poor's pecó, quizás, de un excesivo optimismo con respecto a la calidad de las inversiones en Corea. Pues bien, según Cho (1999), las agencias locales fueron aún más generosas que las internacionales en sus evaluaciones del crédito: mientras Standard and Poor's concedió, en 1995, la calificación máxima (AAA) al 1,2% de los títulos de crédito, las agencias coreanas otorgaron, en el mismo año, la calificación máxima (A1) al 6,4% de los títulos de crédito. De modo que las expectativas de rentabilidad de los agentes locales eran, si cabe, aún más optimistas que las de los agentes internacionales.

Es difícil evaluar si existían garantías gubernamentales a los depósitos, sobre todo si, como señalan McKinnon y Pill (1996, 1997 y 1999), estas garantías pueden ser implícitas, o, lo que es peor, si estas garantías pueden ser incluso ficticias. No obstante, los estudios sobre la crisis coreana coinciden en señalar que parece que, efectivamente, los agentes económicos creyeron en la existencia de unas garantías de protección en caso de que alguna o varias empresas (o, sobre todo, de que algún o varios *chaebol*) entraran en riesgo de quiebra (Adelman y Song, 1998; Baliño y Ubide, 1999; Cho, 1999; Krugman, 1998; Lee y You, 2000). Estas afirmaciones no carecen de sentido. Si se observan las reacciones del gobierno, en los meses previos a la crisis, resulta comprensible que los empresarios locales creyeran en la existencia de dichas garantías. Por ejemplo, en agosto de 1997 las autoridades anunciaron que se asegurarían de que las instituciones financieras locales respondieran a sus obligaciones financieras con el extranjero. Además, en noviembre del mismo

año (ya en pleno estallido de la crisis), las autoridades cumplieron su promesa concediendo una ayuda de 20.000 millones de dólares cuyo objeto era responder a las obligaciones de las filiales y sucursales bancarias en el extranjero (Baliño y Ubide, 1999). En este sentido, también sirve de ejemplo el hecho de que, cuando se produjo un fuerte deterioro de la relación real de intercambio (como se verá más adelante), el gobierno decidió crear un comité para la coordinación del crédito cuya finalidad consistía en prevenir la bancarrota masiva de los principales *chaebol* (Cho, 1999).

Falta ahora por estudiar el último factor que determina el alto riesgo en la concesión del crédito interno por parte de la banca local, es decir, la ausencia de un sistema eficaz que controle la actividad de dicha banca. Esta variable ya ha sido estudiada con detenimiento en el epígrafe A.2.3 pero hay ciertos puntos directamente relacionados con los errores en la concesión del crédito que conviene recordar aquí. En primer lugar, ya se señaló que los criterios de clasificación, evaluación y seguimiento de los riesgos de crédito eran demasiado laxos. De este modo, para recibir un crédito, pesaba más el aval que pudiera aportar el deudor potencial que la rentabilidad real del proyecto de inversión. Esto explicaría que gran parte de los créditos se concedieran para actividades con rentabilidad decreciente. En segundo lugar, las trabas a la concentración de riesgos eran poco estrictas: la banca comercial podía conceder créditos a un mismo deudor hasta el límite de 20% del capital social, lo cual representa un límite demasiado alto. Por otra parte, esta limitación ni siquiera existía para las instituciones financieras no bancarias. Probablemente, esto explica la alta concentración de riesgos en pocos clientes que se ha señalado en este epígrafe.

## D. DETERIORO DE LOS BALANCES BANCARIOS

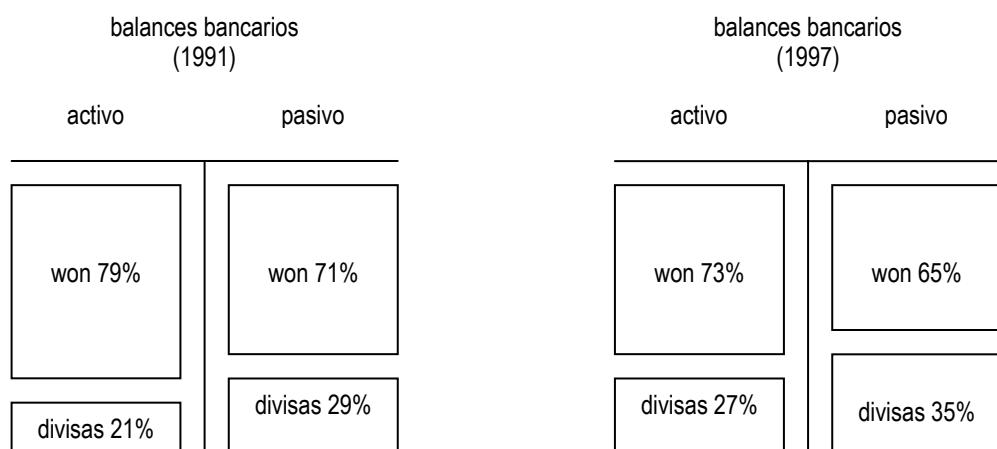
Según el marco propuesto en el segundo capítulo de esta tesis, la recepción de grandes cantidades de ahorro externo que, además, se caracterizan por su alta proporción de deuda a corto plazo (o volátil) denominada en moneda extranjera, y su posterior transformación en préstamos y créditos para proyectos de alto riesgo, tienen como consecuencia el deterioro de los balances de los intermediarios de dicho ahorro externo, esto es, de la red financiera local. Este deterioro se manifiesta en la pérdida de valor de los activos bancarios, provocada por el empeoramiento de la calidad de sus carteras de crédito. Pero además, según este mismo marco teórico, el *boom* de crédito suele estar denominado en moneda local y vence, por lo general, a largo plazo. Esto último provoca otros dos tipos de deterioro en los balances bancarios: el aumento del desajuste de monedas entre activos y pasivos (generado por el aumento de los pasivos en divisas con relación a los activos en divisas) y el aumento del desajuste de vencimientos (generado por el aumento de los pasivos a corto plazo en relación con los activos a corto plazo). En definitiva, el deterioro de los balances bancarios se produce, en teoría, en tres flancos: la pérdida de calidad de los activos, el aumento del desajuste de monedas y el empeoramiento del desajuste de vencimientos.

En el capítulo cuatro, en el momento de analizar el deterioro de los balances bancarios en México, ya se vio que las cifras oficiales mexicanas no reflejan un crecimiento significativo en el desajuste de vencimientos y que, en cambio, sí se percibe un claro aumento de la cartera vencida y del desajuste de monedas, lo cual refleja una pérdida de valor de los activos bancarios. El caso de Corea difiere un poco de lo expuesto en los capítulos dos y cuatro. Así, en el presente epígrafe, se verá que la red coreana no sufrió un desajuste creciente de monedas pero sí de vencimientos y que la calidad de sus activos empeoró notablemente en los años previos a la crisis, no solamente debido a la pérdida de valor de los créditos concedidos, sino también a los errores cometidos en las

decisiones de inversión no relacionadas con la actividad estrictamente bancaria, como puede ser la inversión en propiedad inmobiliaria o en títulos de cotización oficial.

Por lo que respecta al desajuste de moneda entre activos y pasivos, ya se señaló en el epígrafe anterior que dicho desajuste quedó, en parte, transferido al sector no financiero mediante la concesión de créditos en divisas en el interior del país. Dicho de otra manera, la red financiera local prestaba en divisas gran parte de los fondos que recibía también en divisas. Como señala Cho (1999), no se observa por tanto, un crecimiento significativo del desajuste de divisas en los balances de la red bancaria local. De hecho, la diferencia de 8% que existía, en 1991, entre los pasivos y los activos en divisas se mantuvo durante los años de entrada masiva de capitales y de *boom* de crédito. Así, en 1997, la diferencia entre activos y pasivos en divisas seguía siendo del 8%. En 1991, los balances bancarios registraban unos pasivos en divisas de 29% de los pasivos totales frente a unos activos, también en moneda extranjera, de 21% del total de activos. En 1997 los pasivos en divisas habían aumentado hasta 35% pero también se produjo un aumento proporcional de los activos en moneda extranjera que se situaron en 27% de los activos totales (gráfico 5.4).

Gráfico 5.4. Desajuste de moneda de los balances bancarios. Corea.



Fuente: Servicio de Supervisión Financiera y cálculos propios

En cuanto al desajuste de vencimientos, ya se señaló en el estudio de las entradas de capital que la característica quizás más relevante de la entrada de capital extranjero en Corea en los años previos a la crisis de 1997 es que buena parte de esos fondos eran contratos de deuda con vencimiento inferior a un año. En el epígrafe sobre el *boom* de crédito se estudió que estos fondos se canalizaban dentro del país como contratos de deuda concedidos, sobre todo, a largo plazo. Resulta lógico que a raíz de esto se generara, en el mismo periodo, un desajuste de vencimientos en los balances bancarios y que, además, fuera en aumento (Adelman y Song, 1998; Borensztein y Lee, 1999; Cho, 1999; Dooley y Shin, 2000; Hahm y Shin, 1998). Hahm y Shin (1998) estudian la evolución del desajuste de vencimientos de los balances bancarios pero sólo para las principales cuentas de activo y de pasivo en divisas. Y es que si un creciente desajuste de vencimientos encierra un peligro creciente de que la entidad financiera no pueda responder ante un pánico bancario, si dicho desajuste se produce en las cuentas en moneda extranjera, el peligro es doble. Esto es así porque si, en paralelo al pánico bancario, se produce un ataque especulativo contra la moneda –como efectivamente ocurrió tanto en México en 1994 como en Corea del Sur en 1997– y la moneda local pierde valor, el exceso de pasivos a corto plazo y en divisas sobre los activos a corto plazo y en divisas –es decir, los pasivos a corto plazo y en divisas no cubiertos por sus correspondientes activos– aumenta de valor repentinamente.

Hahm y Shin (1998) elaboran dos índices para evaluar el desajuste de vencimientos de las cuentas en divisas de la red financiera coreana. El primero es el ratio de desajuste a un mes (índice X) que es la diferencia entre los activos y los pasivos con vencimiento a un mes y en divisas partida por los activos totales. El segundo índice es el ratio de liquidez a tres meses (índice Y) que es el cociente entre los activos y los pasivos en divisas con vencimiento a tres meses. Los autores calculan el índice X para los siete mayores bancos coreanos en marzo de 1997 y el índice Y para los diez mayores bancos y para un periodo de tres años (de 1995 a 1997) y llegan a las siguientes conclusiones. Por lo que

respecta a X, los siete bancos registraban un índice superior al 10% y en cinco de ellos el índice superaba el 20% (cuadro 5.15). En cuanto al índice Y, los diez mayores bancos registraban un índice inferior al 90% en 1997 y siete de ellos tenían índices inferiores al 70% (cuadro 5.16). Las autoridades financieras coreanas recomiendan un índice X no superior al 10% y un índice Y no inferior al 100%, lo cual da una idea del desajuste de vencimientos que registraba la banca coreana justo antes del estallido de la crisis.

Cuadro 5.15. Ratio de desajuste a un mes (índice X). Corea (a 31 de marzo de 1997, %)

banco A	banco B	banco C	banco D	banco E	banco F	banco G	media
21,9	27,5	22,4	23,3	20,2	16,8	11,3	20,3

Fuente: *Hahm y Shin (1998)*

Cuadro 5.16. Ratio de liquidez a tres meses (índice Y). Corea (número de bancos y %)

	1995	1996	1997
80%-90%	1	3	2
70%-80%	2	2	1
60%-70%	4	2	5
menos de 60%	3	3	2
media	59,9%	61,7%	63,2%

Fuente: *Hahm y Shin (1998)*

Según Adelman y Song (1998), si la red financiera local permitió que se produjera este desajuste fue porque era una forma de capear los problemas económicos por los que atravesaba, en esos momentos, el negocio de la banca en Corea. Efectivamente, ante la caída de los beneficios en el sector bancario<sup>174</sup>, los gestores optaron por contratar los fondos a corto plazo y prestarlos a largo plazo porque ésta era una forma de maximizar los márgenes bancarios.

Otro problema de la red financiera coreana fue que, a raíz de la concesión de créditos para proyectos de baja rentabilidad, se produjo una pérdida de valor

<sup>174</sup> Según Baliño y Ubide (1999), la caída de los beneficios en el sector era consecuencia de las medidas de fomento de la competencia introducidas con la reforma financiera (ver epígrafe A).

de su cartera de créditos. Esto es, en los años previos al estallido de la crisis, aumentó la proporción de créditos de dudoso cobro respecto de los créditos totales en el activo de la banca coreana (Baliño y Ubide, 1999; Hahm y Mishkin, 2000).

Dada la laxitud de las medidas de supervisión bancaria (epígrafe A), las cifras oficiales sobre el estado de los activos bancarios no reflejan este problema. Ya se señaló que una de las deficiencias que presentaba dicho sistema de supervisión era que se consideraban de dudoso cobro los créditos impagados durante seis meses o más mientras que en la OCDE se consideran de dudoso cobro los impagados a partir del tercer mes. Queda por tanto, infravalorado (con respecto al estándar de la OCDE) el volumen de créditos de dudoso cobro. Asimismo, la dotación obligatoria de provisiones por pérdidas era muy baja, con lo que el bajo volumen de reservas por pérdidas arrojaba una imagen distorsionada del riesgo real de impago. Hahm y Mishkin (2000) realizan un estudio en el que tienen en consideración estas deficiencias para valorar la calidad de los activos y realizan, por tanto, su propia estimación del volumen de créditos de dudoso cobro y del valor real del capital social bancario. La estimación se realiza para más de 6.000 bancos coreanos y para un periodo de trece años (1985-1998). Los autores estiman los créditos de dudoso cobro y utilizan la estimación para ajustar el capital bancario. Una vez obtenido el capital ajustado, lo dividen por los activos totales para obtener un ratio que refleje la calidad de los activos bancarios.

Por lo que respecta al cociente de capital sobre activos, los datos calculados con cifras oficiales y los datos de Hahm y Mishkin (2000) siguen la misma tendencia: ambos van en descenso, lo cual indica que la proporción de deuda sobre fondos propios y sobre activos aumenta, o, lo que es lo mismo, que el apalancamiento de la red comercial coreana aumentó en los años previos al estallido de la crisis de 1997. No obstante, según Hahm y Mishkin (2000) la caída del cociente es superior que según el Servicio de Supervisión Financiera

coreano. En 1992, el ratio era, según fuentes oficiales, de 6,77 mientras que según Hahm y Mishkin tan sólo alcanzaba 5,17. En 1998, las cifras habían descendido a 2,82 y 1,93, respectivamente (cuadro 5.17).

Cuadro 5.17. Calidad de los activos de la banca comercial. Corea (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
préstamos de dudoso cobro							
Hahm y Mishkin	15,1	20,1	18,4	19,2	29,4	41,8	50,3
cifras oficiales	7,1	7,4	5,8	5,2	4,1	6,0	7,4
ratio capital social / activo							
Hahm y Mishkin	5,17	4,41	4,55	3,98	3,52	2,26	1,93
cifras oficiales	6,77	6,13	5,68	4,78	4,25	2,99	2,82

Fuente: Hahm y Mishkin (2000) y Servicio de Supervisión Financiera

Según el Servicio de Supervisión Financiera, los préstamos de dudoso cobro disminuyeron en el periodo de *boom* de crédito para luego aumentar con el estallido de la crisis. Según esta fuente, en 1992 el 7,4% de los préstamos concedidos por la banca comercial coreana eran de dudoso cobro y esta cifra disminuyó hasta el 6% en 1997, para luego aumentar hasta el 7,4% en 1998. Pero Hahm y Mishkin (2000) que, como ya se ha señalado, adaptan los datos a los criterios de la OCDE, obtienen cifras muy diferentes. Así, según ellos, los préstamos de dudoso cobro eran de más del 15% de los préstamos totales en 1992. Además, esta proporción siguió aumentando en años posteriores (exceptuando un leve descenso entre 1993 y 1994) hasta situarse en casi el 42% en 1997 y en más del 50% al año siguiente (cuadro 5.17). En definitiva, mientras según cifras oficiales la calidad de los créditos otorgados por la banca comercial coreana fue mejorando en los años previos a la crisis, según el ajuste realizado por Hahm y Mishkin (2000) dicha calidad fue empeorando notablemente de modo que en el momento en que Corea entró en crisis, la mitad de los préstamos concedidos por la banca local eran susceptibles de ser impagados. Dado el aumento del apalancamiento y la caída de la calidad de los préstamos, puede decirse que la calidad de los activos de los balances bancarios empeoró en los años de entrada masiva de capitales y de *boom* de crédito.

El último factor que contribuyó al deterioro de los balances de la red financiera coreana no está relacionado directamente con la actividad crediticia. Igual que ocurrió con los *chaebol*, las instituciones financieras también empezaron a diversificar sus actividades y a aventurarse en inversiones que no estaban relacionadas con su actividad principal, como fueron las inversiones en bolsa y otros títulos de cotización oficial, en divisas y en propiedad inmobiliaria (Adelman y Song, 1998; Baliño y Ubide, 1999; Borensztein y Lee, 1999; Dooley y Shin, 2000). Las inversiones en títulos cotizables de renta fija de los bancos comerciales aumentaron más rápido que los activos de crédito de las mismas entidades en cada uno de los años del periodo 1992-1998. El aumento de las inversiones en títulos cotizables llegó a superar el 40% entre los años 1996 y 1997 mientras que el aumento del crédito no superó en ningún momento el 22% anual, cifra que también se registró en el año 1997 (cuadro 5.18).

Cuadro 5.18. Aumento de las cuentas de activo de la banca comercial. Corea (%)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
inversiones en títulos de renta fija	11,61	23,66	32,07	35,55	23,41	40,86	52,08
activos de crédito	12,55	12,94	20,08	15,45	20,01	21,95	8,46

Fuente: FMI (1999a), Servicio de Supervisión Financiera y cálculos propios

Al margen de que estas nuevas aventuras financieras resultaran más o menos rentables, el mero hecho de invertir en este tipo de activos representa, como es bien sabido, un riesgo que nace de la naturaleza volátil de los precios de estos activos; volatilidad que se traslada, pues, al valor de los activos bancarios.

Puede decirse que la evolución de los balances bancarios de Corea del Sur en los años previos al estallido de la crisis también respalda el marco teórico propuesto en el capítulo 2. La combinación de factores estudiada a lo largo de este capítulo efectivamente dio lugar a un deterioro de los balances

bancarios. Si bien es cierto que uno de los deterioros previstos en la propuesta teórica, esto es, el aumento del desajuste de moneda, no se da en este caso concreto, las dos otras clases de deterioros sí se pusieron de manifiesto: se produjo un empeoramiento de la calidad de los activos bancarios y un aumento del desajuste de vencimientos de los balances bancarios.

## **E. AUMENTO DEL RIESGO DE CRISIS**

Con base en la teoría de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), el marco teórico propuesto en esta tesis sostiene que el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y el deterioro de los balances bancarios dan lugar a un aumento del riesgo de crisis a través del empeoramiento de los problemas de selección adversa y riesgo moral. Por lo que respecta a la incertidumbre, el capítulo tercero de esta tesis se dedica a investigar la relación, desde el punto de vista empírico, entre la internacionalización de los mercados financieros internacionales y el comportamiento de la incertidumbre, aunque sin poder llegar a una conclusión clara. En efecto, en ese capítulo se concluye que, desde el punto de vista empírico, aún no se ha demostrado que la globalización financiera dé lugar a un aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En cuanto al deterioro de los balances bancarios, sí ha quedado demostrado que éste se produjo en Corea del Sur en los años previos al estallido de la crisis de 1997.

Así, del mismo modo que ocurre con el análisis de la crisis mexicana de 1994, si bien queda patente que se dio uno de los factores de inestabilidad –el empeoramiento de los balances bancarios– no está tan claro que el segundo factor –el aumento de la incertidumbre– se produjera. No obstante, como ya se señaló en la propuesta del marco teórico y en el análisis de la crisis mexicana, en su teoría de la inestabilidad financiera, Mishkin (1996 y 1998) insiste en que basta con que aparezca un solo factor de inestabilidad para que aumenten la selección adversa y el riesgo moral y se dispare el riesgo de crisis. De modo que el hecho de que no se pueda demostrar que el aumento de la incertidumbre no se da en la práctica no invalida el marco teórico propuesto ni el análisis que se va a realizar a continuación. Además, para el caso concreto de la crisis coreana, aparece una variable adicional que Mishkin (1996 y 1998) señala como otro posible factor de inestabilidad financiera y que ya aparecía, de modo

implícito, en la propuesta teórica de esta tesis. Este factor es el deterioro de los balances de la red empresarial (no financiera), que ha sido estudiado en el epígrafe C de este capítulo. En definitiva, puede decirse que, como está previsto en el esquema teórico elaborado en la primera sección de esta tesis, se produce, antes del estallido de la crisis coreana, un aumento de la selección adversa y del riesgo moral en dicha economía.

También con base en la teoría de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998), se sostiene, en el capítulo segundo, que el empeoramiento de la selección adversa y del riesgo moral dan lugar a un aumento del riesgo de crisis. También se sugiere que pueden existir otras variables no financieras (no derivadas del deterioro de los balances de la red financiera) que contribuyan al aumento de dicho riesgo de crisis. En concreto se señalan, como ejemplos, el deterioro de parámetros comerciales y productivos. Pues bien, en este sentido, Corea no es ninguna excepción: en los años previos al estallido de la crisis (sobre todo en el último año), se produjo un deterioro notable de otros parámetros económicos fundamentales, entre los que varios autores han destacado los problemas comerciales, los productivos y los cambiarios (Adelman y Song, 1998; Borensztein y Lee, 1999; Hahm y Mishkin, 2000). Como se verá a continuación, en un breve repaso de cada uno de estos factores, algunos de ellos están interrelacionados o incluso están relacionados con el deterioro de los parámetros fundamentales financieros descrito en anteriores epígrafes de este capítulo.

## 1. AUMENTO DEL DÉFICIT POR CUENTA CORRIENTE

Aunque Corea del Sur registraba, desde principios de la década, un creciente déficit por cuenta corriente, es en 1996 cuando se deteriora sensiblemente la situación comercial del país asiático. En ese año, el déficit por cuenta corriente alcanzó el máximo de la década ascendiendo a 4,42% del PIB (cuadro y gráfico 5.1). Como ya hemos señalado anteriormente (Bustelo *et al.*,

2000; García y Olivié, 1999), esta caída en picado del saldo comercial fue el resultado de una fuerte caída de las exportaciones. El crecimiento de las exportaciones (medido en dólares) fue de más del 30% en 1995 y se redujo al 4% al año siguiente. Por su parte, el crecimiento de las importaciones, más moderado en 1996 que en 1995 (pasando de 32% a 12%), fue mucho mayor que el de las exportaciones en 1996 (cuadro 5.19).

Cuadro 5.19. Balanza por cuenta corriente. Corea (millones de dólares y %)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
cuenta corriente	-2.003	-8.317	-3.943	990	-3.867	-8.508	-23.005	-8.167	40.365
exportaciones	63.659	70.541	76.199	82.089	94.964	124.632	129.968	138.619	132.122
variación	(10,77)	(10,81)	(8,02)	(7,73)	(15,68)	(31,24)	(4,28)	(6,66)	(-4,69)
importaciones	66.109	77.344	77.954	79.771	97.824	129.076	144.933	141.798	90.495
variación	(6,92)	(17,00)	(0,79)	(2,33)	(22,63)	(31,95)	(12,28)	(-2,16)	(-36,18)

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

La desaceleración del ritmo de crecimiento de las exportaciones se explica, sobre todo, por una caída en el valor unitario de las exportaciones. Dicho de otra manera, en 1996 los precios de los productos de exportación coreanos sufrieron una fuerte caída. Si se toman como base los precios de 1995 (1995=100), se observa que el valor unitario de los productos de exportación se redujo hasta 63 en 1998, mientras que la caída de los de importación fue más moderada: descendió a 75 en el mismo año. Los productos de exportación que sufrieron una mayor caída en sus precios fueron los productos de industria pesada (56 en 1998), los productos eléctricos y electrónicos (37 en 1998) y, por encima de todos, los semiconductores (17 en 1998). La caída más abrupta en los precios de los semiconductores se produce entre 1995 y 1996 ya que su precio pasa de 100 en 1995 a 43 en 1996 (cuadro 5.20), cuando los semiconductores representaban el primer producto de exportación de los cinco mayores *chaebol* (Cho, 1999). De modo que las mayores caídas en los precios unitarios se produjeron en los principales productos de exportación coreanos (Bustelo *et al.* 2000; García y Olivié, 1999) y, según varios autores (Baliño y Ubide, 1999; Borensztein y Lee, 1999; Hahm y Mishkin, 2000), entre 1996 y

1997, Corea sufrió un deterioro de su relación de intercambio de más del 20% acumulado.

Cuadro 5.20. Valor unitario de productos de importación y exportación. Corea (1995=100)

	1995	1996	1997	1998
valor unitario de las exportaciones	100	86,8	79,0	63,0
papel	100	80,9	74,8	64,2
industria pesada	100	81,5	72,6	56,1
químicos	100	83,2	78,4	60,4
acero y hierro	100	90,5	85,7	72,0
productos eléctricos y electrónicos	100	63,3	52,9	37,3
semiconductores	100	43,0	31,7	17,1
vehículos de pasajeros	100	97,9	90,0	78,8
valor unitario de las importaciones	100	95,9	89,7	74,9

Fuente: Banco de Corea y cálculos propios

Según Borensztein y Lee (1999), el *shock* en los principales productos de exportación, en particular, los semiconductores, fue autoinducido. Ya se ha señalado en epígrafes anteriores que las empresas coreanas (no financieras) se endeudaron masivamente para invertir en su capacidad productiva. Este exceso de capacidad dio lugar a una sobreproducción que empujó a la baja los precios de los productos de exportación.

Pero este *shock* exportador no es el único factor que la literatura económica ha señalado como causa del déficit por cuenta corriente. Otros factores explican la aparición de dicho déficit a principios de la década, antes de que se desplomara el mercado de los semiconductores en 1996. Por un lado está la caída de la demanda en los países –fundamentalmente, países ricos– compradores de productos de exportación surcoreanos (Baliño y Ubide, 1999). Asimismo, Adelman y Song (1998) y Lee y You (2000) señalan que la apreciación real del won actuó como desincentivo a la compra de productos coreanos y como incentivo para la importación de productos en Corea. Y, en tercer lugar, Kregel (1998a) sostiene que la exportación china (tanto la

intensiva en mano de obra como la intensiva en tecnología) fue especialmente perjudicial para Corea ya que competía directamente con sus productos.

## 2. PROBLEMAS PRODUCTIVOS

El *shock* exportador acentuó los problemas productivos que la red empresarial local sufría ya desde principios de la década (problemas estudiados en el epígrafe C.1) (Adelman y Song, 1998; Hahm y Mishkin, 2000). Incluso, algunos *chaebol* entraron en quiebra antes de que se desatara el ataque especulativo y la consiguiente devaluación del won por parte de las autoridades monetarias. Por ejemplo, Hanbo (el 14º mayor *chaebol* medido en volumen de activos) quebró el 23 de enero de 1997, seguido por Sammi (25ª posición) en marzo, Jinro (19ª) en julio y Haitai (24ª) y New-Core (28ª) a principios de noviembre (Hahm y Mishkin, 2000). Paralelamente, la inestabilidad económica empezó a dejarse sentir en la bolsa de Seúl: de 980,9 a finales de abril de 1996, el índice bursátil ya había caído hasta 470,8 en octubre de 1997, antes del estallido de la crisis<sup>175</sup>. Todo esto redundó, como resulta lógico, en un deterioro aún mayor de los balances de la red financiera coreana (Baliño y Ubide, 1999; Borensztein y Lee, 1999).

## 3. APRECIACIÓN DEL WON

Y a los problemas financieros, comerciales y productivos, se sumó la apreciación del won (en términos reales) ya mencionada en la explicación de los problemas comerciales. Los principales factores que presionaron el valor de la moneda fueron, por una parte, las entradas de capital extranjero (Kregel,

---

<sup>175</sup> En este punto, conviene hacer una aclaración. Al estudiar el estallido de la crisis financiera mexicana, se señaló que la caída del índice bursátil puede ser un indicador de estallido de crisis. Esto no es aplicable al caso coreano: la paulatina caída de la bolsa en Corea precedió los ataques especulativos dirigidos contra la economía coreana. Dicha caída fue fruto de los problemas en la red empresarial que empezaron a filtrarse al mercado de valores antes de que estallara la crisis.

1998a) y, por otra, la depreciación del yen (Adelman y Song, 1998), dado que el valor del won estaba ligado al del dólar americano, esto provocaba una apreciación relativa de la moneda coreana. La apreciación del won, además de contribuir a los problemas comerciales, como ya se señaló, aumentaba, lógicamente, el riesgo de devaluación de la moneda. No obstante, según Adelman y Song (1998) existían motivos para no devaluar la moneda (antes de que se produjera el ataque especulativo). Por una parte, un won fuerte abarataba el servicio de la deuda que se realizaba, sobre todo, en divisas y, por otra parte, la apreciación no era muy considerable: entre diciembre de 1990 y marzo de 1997, el won se apreció tan sólo un 11% acumulado mientras que, en el mismo periodo, la apreciación acumulada del peso filipino fue del 47%, la del ringgit del 28% y la de la rupia y la del baht del 25% (Bustelo *et al.*, 2000).

En definitiva, el aumento de la selección adversa y del riesgo moral derivados del deterioro de los parámetros fundamentales financieros, sumado al deterioro de otros parámetros fundamentales comerciales, productivos y cambiarios provocó un aumento de las posibilidades de que se produjera una crisis financiera en Corea en los meses previos a noviembre de 1997. Queda, pues, ver a continuación qué acontecimientos llevaron del riesgo de crisis (o vulnerabilidad financiera) al estallido de ésta.

## F. ESTALLIDO DE LA CRISIS

Tras el *shock* exportador que sufrió Corea en 1996 y la quiebra de algunos de los mayores *chaebol* a partir de enero de 1997, la bolsa de Seúl empezó a sufrir pérdidas. En noviembre de 1997, el índice bursátil había caído un 50% con respecto al valor máximo de 1997. Paralelamente, en el verano de 1997, se desataba una crisis financiera en el sudeste asiático. El 2 de julio de 1997, las autoridades monetarias tailandesas decidieron abandonar la paridad fija del baht, dejando flotar libremente su precio. Esto dio lugar al desplome del valor de la moneda tailandesa y, muy pronto, otros países de la región empezaron a sufrir ataques especulativos (venta de títulos cotizables y de moneda y retirada de todo tipo de fondos) y se vieron, también, obligados a abandonar la defensa del valor de sus monedas. En efecto, tras Tailandia, sufrieron ataques especulativos Filipinas, Malasia, Indonesia y Singapur. Con este último, los ataques especulativos empezaron a dirigirse hacia economías más desarrolladas como son las nuevas economías industrializadas asiáticas y así, tras el verano, la presión especulativa recayó sobre Taiwán primero y, posteriormente, sobre Hong Kong y Corea del Sur.

La primera reacción del gobierno surcoreano fue intentar mantener el valor de su moneda. Pero los esfuerzos fueron inútiles, y el día 17 de noviembre las autoridades monetarias coreanas abandonaron la defensa del won. A partir de ese momento, el índice bursátil se desplomó y la moneda sufrió una caída en picado, perdiendo el 50% de su valor en tan sólo dos semanas. Esta situación empujó al gobierno a solicitar, el día 22 de noviembre, ayuda al FMI. El efecto de dicha petición en los mercados financieros fue devastador: las pérdidas en el mercado de valores de Seúl fueron del 7,17% en un sólo día (el lunes 24 de noviembre). Pero poco tiempo después, el 4 de diciembre se firmó el acuerdo con el FMI y ese mismo día la bolsa y el mercado de divisas reaccionaron favorablemente. Sin embargo cuando, al día siguiente, se hicieron públicos los detalles del acuerdo (y sobre todo, el alto

nivel de exigencia y condicionalidad del mismo) volvieron a desplomarse los mercados de valores y divisas. A la vista del efecto causado por el acuerdo con el FMI, el gobierno coreano, apoyado por algunos bancos centrales de países industrializados, propuso una alternativa para estabilizar los mercados que consistía en la renegociación y reestructuración de la deuda coreana a corto plazo con los acreedores de dicha deuda. Las negociaciones entre deudores y acreedores finalizaron el día 28 de enero de 1998 y, a partir de ese momento, se estabilizaron el mercado de divisas y la bolsa.

Siguiendo el mismo hilo conductor utilizado para el resto del capítulo, esto es, el esquema teórico propuesto en el segundo capítulo de esta tesis, queda, por último, explicar el estallido de la crisis financiera en Corea sobre la base de los mecanismos generales de los modelos de crisis de balanza de pagos de segunda generación. Conviene recordar que, según lo expuesto en dichos modelos y, también, en el esquema teórico, el ataque especulativo que dio lugar al estallido de la crisis coreana debería ser el resultado de la suma de la existencia de un riesgo de crisis (fruto de lo expuesto en los epígrafes A a E) y de un cambio en las expectativas de los agentes privados (en otras palabras, de los inversores internacionales). Este último epígrafe se dedica, pues, a argumentar que este supuesto teórico sirve para explicar los acontecimientos que se desencadenaron en Corea del Sur en otoño de 1997. En primer lugar, se argumentará que el papel del cambio de expectativas fue crucial para que se desatara la crisis. En otras palabras, esta tesis sostiene –como ya se ha señalado anteriormente– que en este caso (y en el de México en 1994), el riesgo de crisis por sí solo no pudo dar lugar al ataque especulativo que provocaría la crisis financiera. En segundo lugar, se estudiará con mayor detalle la variable del cambio de expectativas que, como se expuso en el capítulo segundo, puede ser dividida en dos sub-variables: el comportamiento de los fondos de inversión colectiva o inversores internacionales (poder de mercado y *feedback trading* y/o *herding*) y el cambio *per se* en las expectativas de los agentes privados.

Se evalúa, pues, en primer lugar, la importancia de la variable del cambio de expectativas en el desencadenamiento de la crisis surcoreana. La economía coreana ya había sufrido, en ocasiones anteriores, problemas de tipo comercial, productivo, cambiario o financiero de la misma magnitud (o incluso mayor) que la de los problemas descritos en los epígrafes A a E. Ya se habían dado, recientemente, periodos de fuerte caída de los beneficios empresariales y de deterioro de los balances del sector privado (financiero y no financiero) en tres ocasiones: en 1972, entre 1980 y 1982 y al principio del proceso de liberalización financiera, entre 1991 y 1992. En estas tres ocasiones, los problemas económicos habían dado como resultado recesiones de uno o dos años pero nunca ataques especulativos y consiguientes crisis financieras de la magnitud de la registrada en 1997. Es más, algunas variables que se han considerado deficientes en el periodo previo a la crisis de 1997, habían registrado niveles más peligrosos en ocasiones anteriores sin que, por ello, se desatara una crisis financiera. Por ejemplo, la deuda externa coreana, que ascendía al 12% del PIB en 1996, había registrado niveles medios de 50% del PIB entre 1980 y 1986<sup>176</sup>. Asimismo, entre 1981 y 1985, las exportaciones crecieron, de media, al 5%, mientras que, entre 1986 y 1996 lo hicieron al 14% y en 1996 al 15% (Adelman y Song, 1998). El hecho de que en todas aquellas ocasiones, a pesar de la existencia de un riesgo de crisis, Corea no sufriera una crisis financiera de las dimensiones de la que estalló en 1997 indica que hace falta algo más, además de la vulnerabilidad financiera, para que se desate un ataque especulativo que dé lugar a una crisis financiera.

Queda, en segundo lugar, estudiar con más detenimiento la variable del cambio de expectativas. Al final del segundo capítulo, el cambio de expectativas de los agentes privados ya quedó dividido en dos variables: el comportamiento de los inversores internacionales en general o los fondos de inversión colectiva en particular y lo que se denominó el cambio *per se* de las

---

<sup>176</sup> Bien es cierto que la deuda de los ochenta era, fundamentalmente pública y, además, vencía a largo plazo.

expectativas de los agentes privados. El comportamiento de los fondos de inversión colectiva ya fue estudiado, desde una perspectiva empírica, en el tercer capítulo (epígrafe B.4) y en ese momento ya se llegó a la conclusión de que, si bien no podía ser demostrado que los inversores internacionales provocaban un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, sí se evidenciaba, en numerosas ocasiones, su poder de mercado y su tendencia al comportamiento gregario o, en un sentido más amplio, al *feedback trading*.

En concreto, en dicho estudio se hizo referencia al estudio econométrico de Kim y Wei (1999) que utiliza como campo de pruebas para evaluar el comportamiento de los agentes internacionales el mercado de valores coreano. Los inversores analizados son, concretamente, los fondos *offshore*, las mutuas y los *unit trusts* (tanto asiáticos por un lado como estadounidenses e ingleses por otro). El periodo de tiempo del estudio va desde finales de 1996 hasta finales de 1998 con lo que se incluyen los periodos de pre-crisis, crisis y post-crisis. Y, como ya se señaló en el tercer capítulo, los autores llegan a la conclusión de que los fondos de inversión colectiva extranjeros adoptaron comportamientos de *feedback trading* y de *herding* y que dichos comportamientos se acentuaron en el periodo de crisis. Kim y Wei (1999) no son los únicos que llegan a esta conclusión. Otro estudio realizado por Park y Park (2000) halla evidencias de *feedback trading* y de *herding*, por parte de inversores extranjeros en la bolsa de Corea, durante el periodo de crisis. No obstante, igual que ocurre con el estudio de Kim y Wei (1999) y con otros estudios que analizan estas mismas variables pero para otros mercados, el estudio de Park y Park (2000) sostiene que no se puede deducir que el comportamiento gregario de los agentes extranjeros tuviera un efecto desestabilizador en los mercados en los que operaron.

¿Cómo puede ser que varios estudios coincidan en que el comportamiento de los inversores internacionales fue gregario pero que

ninguno de ellos halle pruebas de que dicho comportamiento dio lugar a una mayor inestabilidad en los mercados financieros internacionales, ni en momentos de calma ni en pleno ataque especulativo? La explicación es bien sencilla, al menos para el caso concreto del ataque especulativo contra los mercados surcoreanos. Los dos estudios econométricos mencionados –el de Kim y Wei (1999) y el de Park y Park (2000)– utilizan, para contrastar el comportamiento de los inversores y sus consecuencias en los movimientos de los precios, la bolsa coreana. No obstante, al estudiar la entrada masiva de capital extranjero a mediados de los noventa (epígrafe B de este capítulo) ya se señaló que dichas entradas de capital se realizaron, sobre todo, en forma de deuda (ya fuera mediante bonos cotizables o mediante contratos directos de préstamo o crédito). En otras palabras, en relación con otros tipos de inversión, la inversión en acciones cotizables en Seúl por parte de inversores extranjeros fue marginal. Así, con una participación extranjera en la bolsa de Seúl inferior al 7% (Park y Park, 2000), no es sorprendente que el comportamiento gregario de los agentes foráneos no fuera capaz de desestabilizar dicho mercado. No parece que haya sido realizado aún un estudio sobre el *feedback trading* o el *herding* entre los inversores extranjeros que se dedicaron a ofrecer financiación en forma de deuda al sector privado coreano y/o a comprar bonos y empréstitos coreanos. Sin embargo, el hecho de que ambos comportamientos se dieran en otro mercado del mismo país y en el mismo periodo de tiempo parece indicar que hubo comportamientos gregarios entre los acreedores de la deuda coreana en otoño de 1997.

Así, puede decirse que el ataque especulativo que daría lugar a la crisis financiera coreana de 1997 fue el resultado de un aumento del riesgo de crisis, del comportamiento gregario de los inversores extranjeros y, por último, de un cambio *per se* de las expectativas de los agentes privados. En el análisis teórico, ya se señaló que esta última variable permanece exógena en el esquema teórico planteado, probablemente porque no puede ser de otra manera. Dicho de otro modo, el cambio “puro” de expectativas suele responder, para

cada caso concreto, a un acontecimiento histórico único e irrepetible que, en el caso de México, fue la desestabilización política del país sumada al aumento de los tipos de interés en Estados Unidos.

Para el caso de Corea del Sur, este acontecimiento histórico podría ser el estallido previo de crisis financieras en otros países de su misma región. Así, Corea del Sur habría sido contagiada por la crisis desde el sudeste asiático o desde algún otro “dragón” (Adelman y Song, 1998; Park y Song, 2001). La posibilidad de que Corea fuera contagiada ha sido estudiada por Park y Song (2001). En su estudio, se calculan los coeficientes de correlación entre los movimientos de precios en el mercado de divisas y en el de valores para distintos países<sup>177</sup>, con el fin de evaluar el contagio y se llega a las siguientes conclusiones. En primer lugar, contrariamente a lo que se suele pensar, no parece que Corea del Sur fuera contagiada directamente desde el sudeste asiático. Fue el ataque especulativo contra Taiwán –que había sido contagiada previamente por el sudeste asiático después del verano de 1997– lo que provocó el contagio de la crisis a Corea del Sur. En segundo lugar, los autores señalan que fue claramente el ataque especulativo contra Taiwán, y no otra variable, el que dio lugar al cambio de expectativas “puro” de uno o varios agentes ya que, según una encuesta realizada por el Instituto Coreano de Desarrollo (KDI), los bancos extranjeros –acreedores de la deuda coreana– se manifestaban muy optimistas acerca del futuro de la economía del país a principios de noviembre. Tan sólo dos semanas después, se desataba un pánico bancario.

---

<sup>177</sup> Estos países son ocho: la ASEAN-4 (Malasia, Indonesia, Filipinas y Tailandia) y los cuatro “dragones” (Singapur, Hong Kong, Taiwán y Corea del Sur).

## CONCLUSIÓN

En los años ochenta, la globalización financiera ejerció una fuerte presión sobre las autoridades surcoreanas para que éstas emprendieran un proceso de apertura financiera y comercial. Dicha apertura financiera, que se aceleró en los noventa, no se combinó con un sistema adecuado de regulación y supervisión financiera, ni con la implantación de medidas que controlaran la entrada de capital extranjero. Por tanto, poco tiempo después de la liberalización financiera, comenzó un periodo de entrada masiva de capital extranjero que, además, estaba compuesto fundamentalmente de deuda, que estaba, en su mayoría, denominado en divisas y sin la pertinente cobertura del riesgo de tipo de cambio; y que vencía, sobre todo, a corto plazo (o bien era volátil)<sup>178</sup>. La red financiera coreana no intermedió adecuadamente este capital: se generó una explosión de crédito interno que se destinó a actividades de inversión productiva, concretamente, a financiar una ampliación de la capacidad productiva de la industria manufacturera; ampliación que resultó ser excesiva y poco rentable<sup>179</sup>. Así, se produjo un deterioro de los balances del sector privado no financiero: cayó la rentabilidad de la red empresarial, aumentó su apalancamiento y se produjo un aumento del desajuste de monedas en sus balances –fruto de que el sobredimensionamiento productivo, que se pagaba en won, se financiaba con préstamos y créditos denominados en divisas–. En definitiva, la canalización interna del ahorro externo no fue la adecuada, dando lugar a un deterioro de los balances de la red financiera

---

<sup>178</sup> Recuérdese que el volumen y las características de las entradas de capital extranjero están determinados por más factores, además de la liberalización financiera, la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria y la ausencia de controles a la entrada de capitales. Estos factores son unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas, un fuerte diferencial de tipos de interés, un tipo de cambio intervenido y el aumento de la liquidez internacional.

<sup>179</sup> El *boom* de crédito fue consecuencia de la suma de las entradas de capital extranjero, de un altísimo grado de intermediación financiera, de unas garantías gubernamentales (reales o ficticias, implícitas o explícitas) que aseguraban el valor de los depósitos bancarios y del ya mencionado ineficaz sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria.

coreana, esto es, a un aumento de su desajuste de vencimientos y a un aumento de los préstamos en cartera de mala calidad.

El deterioro de los parámetros fundamentales financieros sumado a la aparición de otros problemas en los ámbitos comercial –debido, en gran medida, al *shock* exportador de finales de los noventa– y cambiario –debido a la apreciación del won– y al ya comentado deterioro de la red empresarial no financiera, dio lugar al aumento de la vulnerabilidad financiera, esto es, del riesgo de crisis. La crisis que había estallado en Tailandia en el verano de 1997, y que en los meses siguientes se fue propagando al resto de la región, llegó a Corea en el otoño del mismo año. Este contagio, sumado a las debilidades económicas preeexistentes dio lugar a la crisis de Corea del Sur que se ha estudiado a lo largo de este quinto capítulo.

Como se ha podido ir observando a lo largo del capítulo, lo ocurrido en Corea en los años previos a la crisis parece validar empíricamente la propuesta teórica de esta tesis, al menos, en términos generales. Al igual que ocurre con el estudio de la crisis de México, existen algunas variables del esquema teórico que no parecen darse en Corea del Sur en los momentos previos a la crisis. Estas variables son, por una parte e igual que en México, dos de las variables que pretenden unir la vía externa con la interna, esto es, el empeoramiento de la asimetría de la información a raíz de la internacionalización de los mercados financieros internacionales y el aumento de la incertidumbre en dichos mercados. Por otra parte, existen dos variables de la vía interna que tampoco se demuestran con el análisis de la crisis surcoreana de 1997. La primera de ellas es la reforma estructural. En efecto, en Corea del Sur, la liberalización financiera no formaba parte de un paquete de reformas más amplio, a diferencia de lo establecido en la propuesta teórica y a diferencia de lo que ocurrió en México. No obstante, la importancia de esta variable radica en que es, por una parte, la que da lugar a un proceso de apertura financiera y, por otra parte, la que genera unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas. Y

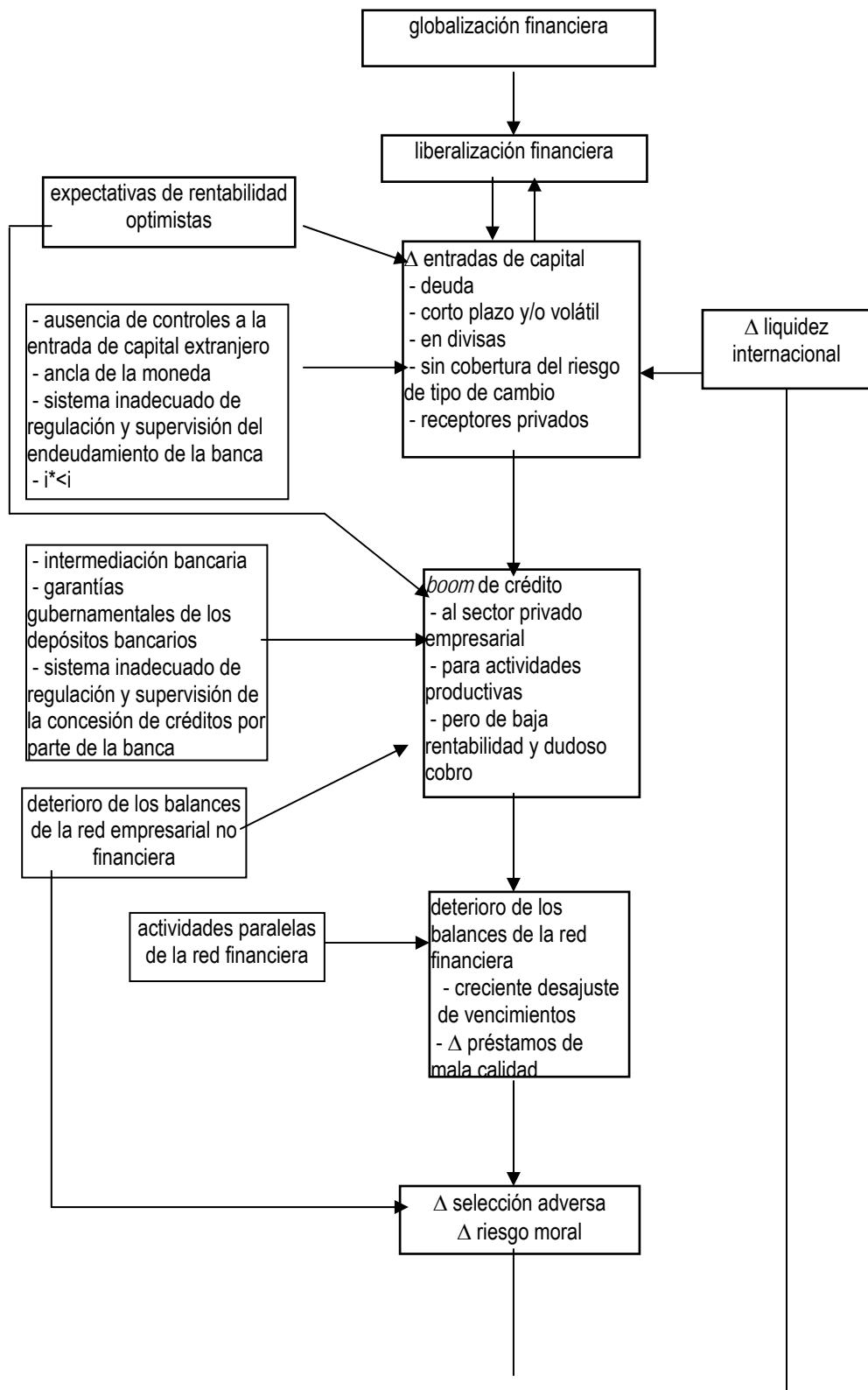
en Corea del Sur, a mediados de los noventa, se había iniciado la apertura financiera y se habían generado dichas expectativas sin necesidad de que se emprendiera la reforma estructural. En segundo lugar, justo antes del estallido, los balances bancarios coreanos no registraron un aumento del desajuste de monedas. Esto se explica por el hecho de que dicho desajuste era transferido al sector empresarial no financiero que soportaba, por tanto, un mayor riesgo de tipo de cambio. En cualquier caso, los balances bancarios sí registraron un aumento del desajuste de vencimientos y un empeoramiento de la calidad de sus créditos de activo por lo que se produjo igualmente, como estaba previsto en el esquema teórico, un deterioro de los balances de la red financiera.

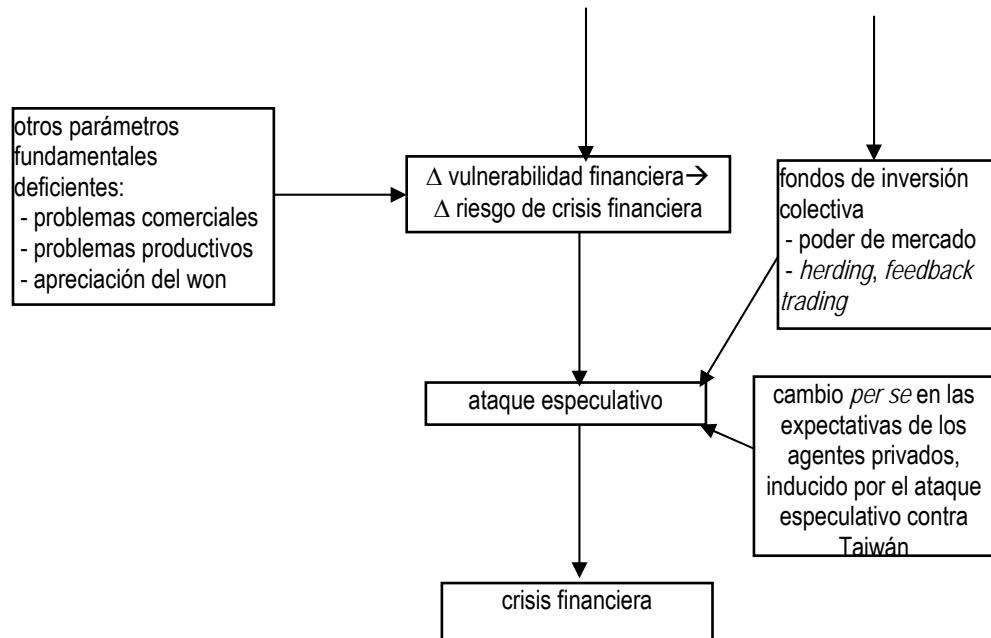
También al igual que en el estudio de la crisis mexicana de 1994, en el análisis de la crisis surcoreana de 1997 surgen una serie de variables que contribuyen a explicar el estallido de la crisis y que no estaban previstas en el esquema teórico propuesto en la primera sección de esta tesis. En este sentido, la variable más importante es el deterioro de los balances de la red industrial, que se aventuró en un sobredimensionamiento productivo a mediados de la década de los noventa lo cual redundó en un peligroso aumento de su deuda, en una caída de su rentabilidad y en una mayor fragilidad inducida por el mayor desajuste de monedas. Recuérdese que, al repasar las principales ideas contenidas en la hipótesis de la inestabilidad financiera de Mishkin (1996 y 1998) en el capítulo 1, se señaló que, según este autor, el deterioro de los balances de las empresas no financieras también puede ser un factor de inestabilidad financiera, igual que lo son el deterioro de los balances bancarios y el aumento de la incertidumbre. En cualquier caso, en el caso de Corea este factor de inestabilidad está estrechamente ligado al principal factor de inestabilidad de la vía interna, que es el deterioro de los balances bancarios.

Por tanto, puede decirse que, en términos generales, a pesar de que algunas variables previstas en el esquema teórico propuesto en la primera sección de esta tesis no se demuestran en el estudio de Corea del Sur y que, en

cambio, surgen, para explicar esta crisis, otras variables que no habían sido previstas en el esquema teórico, dicho esquema sirve para explicar los principales problemas que dieron lugar al estallido de la crisis en Corea.

Gráfico 5.5. La crisis de Corea del Sur (1997):  
factores internos y estallido de la crisis





## CONCLUSIONES A LA SEGUNDA SECCIÓN

En esta segunda sección se ha tratado de contrastar empíricamente el esquema teórico propuesto en los dos primeros capítulos. Dicho esquema tiene como finalidad explicar cuál es el papel de la globalización financiera en el estallido de las crisis financieras sufridas por economías emergentes. Los pasos que unen globalización y crisis en el esquema teórico pueden dividirse en tres grupos. En el primer grupo, la globalización financiera provoca el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales, y ello constituye la vía externa. En el segundo grupo, la globalización financiera explica el deterioro de los balances de la red financiera del país que posteriormente entra en crisis; es lo que se ha denominado la vía interna. En el tercer y último grupo, se explica cómo el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y/o el deterioro de los balances bancarios –esto es, el aumento del riesgo de crisis– pueden desembocar en el estallido de una crisis financiera.

La contrastación empírica de la propuesta teórica se ha realizado contrastando, en primer lugar, la vía externa. Así, el tercer capítulo de esta tesis ha tratado de averiguar si, efectivamente, el actual proceso de globalización financiera ha dado lugar al aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y a todos los pasos intermedios que unen, en principio, las dos variables. Ya se ha señalado que ésta no ha sido una tarea fácil. La escasez de datos estadísticos y de estudios empíricos y la heterogeneidad en los instrumentos de análisis han hecho imposible unir empíricamente estas dos variables y demostrar la existencia de gran parte de los mecanismos que se encuentran en el camino entre la globalización financiera y la incertidumbre en los mercados. Para contrastar la vía interna (el segundo grupo) y los pasos que unen el aumento del riesgo de crisis y el estallido de la crisis (el tercer grupo), se ha recurrido al análisis de dos crisis financieras recientes: la sufrida por México en 1994 (capítulo 4) y la que estalló en Corea del Sur en 1997 (capítulo 5). Los resultados de estos estudios

empíricos han sido más satisfactorios. Puede concluirse, en términos generales, que los mecanismos expuestos en la vía interna y los pasos que conducen del riesgo de crisis al estallido de la misma sí se demuestran en la práctica, al menos para los dos casos concretos de la crisis mexicana y de la crisis surcoreana. En definitiva, puede decirse que la hipótesis de que la globalización financiera desempeña un papel destacado en el estallido de las crisis financieras contemporáneas en economías emergentes ha quedado demostrada en la segunda sección de esta tesis.

La ventaja de haber utilizado dos casos prácticos para contrastar el esquema teórico, esto es, la crisis de México y la de Corea, radica en que, además de las enseñanzas en materia de política económica que se puedan extraer de cada estudio por separado, se pueden extraer una serie de lecciones adicionales de la comparación que se realice entre las dos crisis y sus orígenes. Puede decirse que las diferencias más relevantes entre los mecanismos que condujeron a la crisis de México en los años previos a 1994 y los que provocaron la crisis financiera surcoreana son las dos siguientes: los diferentes ritmos de liberalización financiera y la distinta asignación del crédito interno.

Ya se ha señalado que el ritmo del proceso de liberalización y apertura financiera fue diferente en Corea y en México. La liberalización mexicana fue muy rápida y a esta rapidez se le han achacado a menudo los problemas que le siguieron. Pero la liberalización financiera coreana no fue tan rápida, es más, la apertura de los ochenta se caracteriza por su lentitud. Si bien es cierto que en los noventa dicha apertura se aceleró sensiblemente, puede decirse que la liberalización financiera coreana fue, en comparación con la que llevó a cabo México unos años antes, lenta y gradual. A pesar del diferente ritmo, Corea del Sur sufrió prácticamente los mismos problemas financieros, derivados de la reforma financiera, que sufrió México. Y es que lo que tienen en común los dos procesos de reforma es que no estuvieron acompañados de la implantación, en paralelo, de un sistema eficaz que regulara y supervisara la actividad de la red

financiera local. De todo esto se deduce que el ritmo y las pautas de liberalización que tan a menudo se esgrimen como uno de los desencadenantes principales de las crisis financieras en los países recientemente liberalizados quizás no tengan tanta importancia en sí mismos. Podría aducirse incluso, a la luz de lo estudiado en estos dos últimos capítulos, que lo realmente importante es que, al margen de cuál sea el ritmo de la liberalización, se pueda crear paralelamente un sistema de control que supervise y regule la actividad de las entidades financieras en el nuevo entorno económico.

Otra diferencia entre los problemas que surgieron en México y los que surgieron en Corea antes de sus respectivas crisis está en la asignación del crédito interno. En México, el *boom* de crédito se concedió, sobre todo, para actividades de consumo y para inversiones especulativas bursátiles e inmobiliarias; esto es, se produjo un proceso de sobreinversión especulativa pero, sobre todo, de sobreconsumo. A menudo se ha señalado la asignación del crédito interno para el consumo y, sobre todo, para inversiones especulativas, como la principal consecuencia de la entrada masiva de capitales y también como una de las principales causas de las crisis financieras en economías emergentes. Es cierto que la crisis de México confirma esta hipótesis, como también la confirman las crisis sufridas por otros países asiáticos en 1997 (Bustelo *et al.*, 2000). No obstante, en Corea del Sur, las entradas de capital no se reasignaron para actividades especulativas sino para inversiones productivas –esto es, se produjo un proceso de sobreinversión productiva– y, a pesar de ello, en 1997, Corea sufrió una crisis muy similar a la que sufrieron el mismo año otros países vecinos y a la que había sufrido México tres años antes. Así, se pone en entredicho la asignación del crédito a actividades improductivas como una constante en los problemas que preceden a cualquier crisis en una economía emergente. Es cierto, sin embargo, que al margen de que en México el crédito se destinara a actividades de consumo y especulativas y en Corea a inversiones productivas, ambos países coinciden en que el crédito interno se destinó a actividades de alto riesgo: en el primer caso por su propia naturaleza

especulativa y en el segundo porque las empresas a las que se concedió el crédito no aseguraban la capacidad de reembolso.

Así una segunda lección que se puede extraer de la comparación entre las causas de la crisis en México y las de la crisis en Corea es que lo que tiene importancia es la magnitud del riesgo de las actividades para las que se destina el crédito interno y no la fuente de dicho riesgo. Es decir que no es relevante si el riesgo proviene de la naturaleza especulativa de las actividades de inversión o de la baja capacidad de reembolso de los prestatarios. Así, la implantación de medidas como las que se adoptaron en Corea del Sur a mediados de los noventa, destinadas a contener la inversión en bolsa y en el mercado inmobiliario, no bastan para prevenir el estallido de una crisis financiera.

**SECCIÓN III**  
**RESPUESTAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA**

## **CAPÍTULO 6**

### **RESPUESTAS EN MATERIA DE POLÍTICA ECONÓMICA**

En esta tesis se sostiene que el actual proceso de globalización financiera está en el origen del estallido de crisis financieras en economías emergentes. Del análisis teórico realizado en la primera sección y de los estudios empíricos de la segunda sección se deduce que existe una serie de mecanismos y de factores que unen las variables “globalización financiera” y “crisis financiera”. Estas variables son las siguientes.

La primera de estas variables es, obviamente, la globalización financiera que en este estudio se manifiesta de diferentes maneras (gráfico 2.4). La globalización financiera tiene una vertiente política a través de la cual genera presiones para que los países se inserten en el proceso de globalización mediante la apertura de su cuenta de capitales o incluso poniendo en marcha una reforma estructural de mayor envergadura. En su otra vertiente, que es económica, la globalización se manifiesta en un fuerte aumento de los flujos de capital a escala internacional y, sobre todo, de la liquidez internacional. Aunque la solución a las presiones políticas escapa a un análisis estrictamente económico, sí puede buscarse una solución a las distorsiones económicas. Esta solución estaría en la creación de una nueva arquitectura financiera internacional.

La siguiente variable en la cadena causal es la liberalización financiera, es donde nace lo que se ha denominado la vía interna (gráfico 2.4). La apertura de la cuenta de capitales fue muy rápida en México y aunque en Corea del Sur fue un proceso lento que luego se aceleraría, ya se ha mencionado que el ritmo y las pautas de liberalización financiera son problemas secundarios: la calidad de la apertura financiera no se mide tanto por su ritmo como por la calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera local que se implanta en paralelo.

Y es que la calidad de la regulación y la supervisión financieras es una de las variables que determina la calidad de las entradas de capital extranjero en la economía recientemente liberalizada. Otros factores que contribuyen a determinar el volumen y las características de dichas entradas de capital son el diferencial de tipos de interés, unas expectativas de rentabilidad demasiado optimistas, la ausencia de controles a la entrada de capitales y el ancla de la moneda (gráfico 2.4). El diferencial de tipos de interés está en parte determinado por la coyuntura financiera internacional por lo que no existen medidas de política económica que puedan solventar este problema, o no sin crear otros problemas de distinta naturaleza en el interior de la economía. En cambio, una mejora de la calidad del sistema de regulación y supervisión contribuiría no sólo a paliar las distorsiones generadas por la ineficacia de dicho sistema (corto plazo y/o volatilidad, denominación en divisas sin cobertura del riesgo de tipo de cambio y alta proporción de deuda de las entradas de capital), sino también a eliminar los efectos en las decisiones de inversión de otra de las variables que determinan el volumen de las entradas de capital como es el exceso de optimismo en las expectativas de rentabilidad. La ausencia de controles a la entrada de capitales podría corregirse, obviamente, con la implantación de los mismos para contener el fuerte volumen de entradas de capital y alargar su vencimiento o reducir su carácter volátil. Asimismo, para solucionar el incentivo a que las entradas de capital estén denominadas en divisas y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio, además de mejorar la calidad del sistema de control de la banca local, se pueden buscar alternativas al régimen de tipo de cambio fijo o semi-fijo como un tipo de cambio flexible, la dolarización o una junta monetaria.

La calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria, las garantías gubernamentales a los depósitos bancarios, el exceso de optimismo sobre la rentabilidad esperada de los proyectos de inversión, el alto grado de intermediación bancaria y las propias entradas de capital extranjero

determinan el volumen y la asignación del crédito interno (gráfico 2.4). Si se mejorara la calidad del sistema de control de la banca y de las instituciones financieras no bancarias locales, no solamente se eliminaría uno de los factores que promueven el *boom* de crédito a proyectos de alto riesgo: además se eliminarían otros dos de los factores que promueven dicho *boom*. Éstos son el efecto del optimismo excesivo de las expectativas de rentabilidad y el impacto de las garantías a los depósitos bancarios (o la creencia de que existen) en las decisiones de inversión. En definitiva, con la mejora del sistema de regulación y supervisión, se eliminan todos los factores que determinan la asignación del crédito interno. La mejora de este sistema también contribuiría a suprimir los distintos tipos de deterioro que genera la globalización financiera en los balances de la red bancaria de las economías emergentes. En efecto, al contener la asignación del crédito a proyectos de alto riesgo, también se contiene el aumento de los créditos de dudoso cobro pero, además, un sistema de regulación y supervisión eficaz puede contribuir a evitar unos desajustes de moneda y de vencimiento demasiado elevados<sup>180</sup>.

La vía externa mediante la cual la globalización financiera promueve el estallido de crisis financieras en economías emergentes no ha podido ser demostrada en el estudio empírico; de hecho, la existencia de algunas de sus variables –como el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales– ni siquiera ha podido ser contrastada. Aparte del aumento de los flujos internacionales de capital y de la liquidez a escala internacional, sólo se tiene constancia del mayor uso de productos financieros derivados, aunque no se pueda ser concluyente con respecto a su impacto en el riesgo y la volatilidad. En cuanto al comportamiento de los fondos de inversión colectiva, si bien no se ha podido demostrar que dicho comportamiento provoca un aumento del riesgo y la volatilidad, sí hay indicios claros de que su actuación

---

<sup>180</sup> No obstante, como se verá más adelante, según Eichengreen y Hausmann (1999) prácticamente no existen medidas de política económica que puedan eliminar los desajustes de los balances bancarios.

fue clave en los ataques especulativos que provocaron las crisis de México en 1994 y de Corea del Sur en 1997. Y para que dichos ataques desembocaran en crisis financieras de esta magnitud, al comportamiento de los fondos de inversión hay que sumarle el aumento de la liquidez a escala internacional, lo cual conduce de nuevo al problema de la arquitectura financiera internacional.

La finalidad de este último capítulo es indagar en las respuestas de política económica que permitan romper los vínculos que unen la globalización financiera con el estallido de crisis financieras en economías emergentes. Del esquema teórico propuesto en esta tesis (sección I) y de su posterior contrastación empírica (sección II) se puede deducir que existe una serie de variables que contribuyen, en teoría, a que la globalización financiera provoque el estallido de crisis financieras en economías emergentes recientemente liberalizadas, pero no todas han podido ser contrastadas empíricamente. Por ejemplo, aunque hay indicios de que la globalización financiera da lugar a un aumento del riesgo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales, esto no se ha podido corroborar empíricamente. Además, no todas las variables previstas en el esquema teórico y que han demostrado darse en la práctica se pueden combatir con medidas de política económica. En efecto, algunas de las variables descritas desempeñan un papel importante en el estallido de crisis financieras pero no se pueden contrarrestar con respuestas en materia de política económica. Éste es el caso de, por ejemplo, el diferencial de tipos de interés que tan importante fue en la atracción de capital estadounidense por parte de México en los años previos al estallido de la crisis de 1994. Como ya se ha señalado, el diferencial de intereses depende en gran medida de la coyuntura financiera internacional por lo que su eliminación escapa a la adopción de unas u otras medidas de política económica.

Puede concluirse que las variables que han demostrado desempeñar un papel relevante en la unión de las variables “globalización financiera” y “crisis financiera” –tanto desde una perspectiva teórica como desde el punto de vista

empírico– y que además se pueden combatir con medidas de política económica son las cuatro siguientes: la globalización financiera, el régimen de tipo de cambio fijo o semi-fijo, la baja calidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera local y la ausencia de controles a la entrada de capital. Esta última sección se dedica, pues, a estudiar muy brevemente cada una de las alternativas en materia de política económica que permiten, en principio, anular la existencia de estas variables o los efectos que causan. No se pretende ofrecer una batería de políticas económicas que consiga anular todos y cada uno de los efectos de la globalización financiera en las economías emergentes. Esta tarea escapa al objeto de esta tesis que es detallar teórica y empíricamente el papel de la globalización en el estallido de crisis financieras en economías emergentes. La finalidad de este último capítulo consiste simplemente en realizar una aproximación a aquellos ámbitos de la política económica que deberían estudiarse con mayor detalle para anular dicho papel.

En el primer epígrafe, se buscará la solución al problema de la globalización financiera entendido, sobre todo, como el aumento de la liquidez a escala internacional. La solución a este problema en materia de política económica es el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional que permita contener el fuerte aumento y el movimiento descontrolado de dicha liquidez internacional. Para ello es necesario centrar la reforma de la arquitectura financiera internacional en la reforma de las instituciones que configuran el actual orden financiero mundial, de modo que exista una instancia supranacional destinada a vigilar los movimientos internacionales de capital (epígrafe A).

En el siguiente epígrafe se estudian los regímenes de tipo de cambio. Si un régimen de tipo de cambio fijo o semi-fijo contribuye a que las entradas de capital extranjero vengan a corto plazo y/o sean volátiles y estén denominadas en moneda extranjera sin que los agentes se cubran del riesgo cambiario,

entonces hay que buscar otros regímenes cambiarios alternativos que eliminen estos tres problemas. Las alternativas podrían ser un tipo de cambio flexible, una dolarización o una junta monetaria (epígrafe B).

Puede decirse que el sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera es una de las variables más importantes del esquema teórico y de las causas de las crisis financieras mexicana y surcoreana. Esta variable afecta a la calidad del proceso de apertura financiera, a la de las entradas de capital extranjero y su posterior canalización en el interior de la economía y al deterioro de los balances bancarios. Pero, además, la mejora del sistema de control neutralizaría otras variables como son el exceso de optimismo en las expectativas de rentabilidad y las garantías gubernamentales a los depósitos (o la creencia de que existen). La búsqueda de medidas de política económica que contrarresten los mecanismos que llevan del proceso de globalización financiera al estallido de crisis financieras pasa pues, necesariamente, por la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera en general y bancaria en particular (epígrafe C).

La cuarta variable es la ausencia de controles a la entrada de capitales que contengan el fuerte volumen de las entradas y disminuyan el componente volátil de las mismas. La solución pasa, obviamente, por la implantación de este tipo de controles (epígrafe D).

En quinto y último lugar se estudian las medidas que podrían mejorar la regulación y supervisión de los mercados de productos financieros derivados. Ya se ha señalado que el impacto de estos instrumentos en la volatilidad no ha quedado del todo claro. Pero el estudio de medidas destinadas a mejorar la regulación y la supervisión de estos instrumentos financieros se hace necesario porque del análisis que se va a realizar en este capítulo se deduce que el uso de productos financieros derivados merma la eficacia tanto de las medidas para

mejorar el sistema de control de la actividad financiera como de los controles a la entrada de capitales (epígrafe E).

## **A. APUNTES SOBRE LA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL**

Siguiendo la cadena argumental establecida en el capítulo 2 de esta tesis y en los capítulos empíricos posteriores, puede verse que el primer paso desde la globalización financiera hacia el desencadenamiento de una crisis financiera es el aumento de los flujos de capital a escala internacional y, en concreto, el aumento de la liquidez internacional. Asimismo, la liquidez internacional desempeña un papel crucial en el cambio de expectativas que da lugar al estallido de una crisis financiera. Sin el volumen actual de liquidez internacional, los cambios de expectativas no podrían generar ataques especulativos y crisis financieras de la magnitud de los que generan. Así, si lo que se pretende en este capítulo final es establecer una serie de recomendaciones en materia de política económica que tengan como finalidad “romper” la cadena causal que une globalización y crisis, hay que empezar por buscar aquellas medidas que contengan la consecuencia más inmediata (o incluso manifestación más evidente) del proceso de globalización financiera, esto es, la explosión de los movimientos volátiles de capital a escala internacional. Parece que las medidas encaminadas a crear una nueva arquitectura financiera internacional serían, en principio, las idóneas para resolver el problema que se plantea en este epígrafe.

En primer lugar se hará un breve repaso de algunas de las propuestas realizadas en materia de arquitectura financiera internacional. Como se verá a continuación, no existe consenso ni con respecto a las medidas que deberían adoptarse en este ámbito, ni tan siquiera con respecto a los objetivos que debería perseguir, ni tampoco con respecto a la misma definición de la nueva arquitectura financiera internacional<sup>181</sup>. En segundo lugar, el estudio de las recomendaciones se centrará en aquéllas que estén encaminadas a renovar la

---

<sup>181</sup> Como se verá más adelante, se plantea un problema similar en las propuestas encaminadas a mejorar los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera.

arquitectura financiera desde el punto de vista de las instituciones que la configuran. Asimismo, se señalarán los principales obstáculos a la reforma de dichas instituciones.

## 1. ALGUNAS RECOMENDACIONES EN MATERIA DE NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

A raíz del estallido de la crisis de México y, sobre todo, tras el colapso de buen número de las economías de Asia oriental en 1997 y 1998, se empezó a dedicar especial atención a los problemas que plantea la actual configuración de la arquitectura financiera internacional y a qué tipo de medidas podrían solventar dichos problemas (Akyüz, 2000; BAsD, 1999). A esta tarea se han dedicado varios economistas, grupos de gobiernos (G-7, el G-10 o el G-22), organismos internacionales (como, por ejemplo, la ONU o el BPI) e, incluso, agentes privados (por ejemplo, George Soros).

### 1.1. Diversidad de propuestas

La primera conclusión que puede extraerse del estudio de estas propuestas es que no existe una definición común de lo que es la nueva arquitectura financiera internacional. Es más, la mayoría de los estudios no proponen siquiera una definición de ésta. La falta de consenso sobre qué es la arquitectura financiera internacional da lugar a una falta de consenso sobre los objetivos de la misma y sobre las medidas que deberían adoptarse para reformarla o fortalecerla. En lo que sí parece que están de acuerdo organismos internacionales, gobiernos y buena parte de los economistas (BAsD, 1999; Akyüz, 2000, Hills y Peterson, 1999; Stiglitz, 1999) es en que, sea lo que sea la arquitectura financiera internacional, ésta necesita una reforma, ya sea en una dirección o en otra.

Puede decirse que la disparidad de opiniones en lo que se refiere a cuáles son las principales reformas que deberían llevarse a cabo, se debe a dos factores. El primero de ellos radica en la misma diferencia en cuanto a paradigmas económicos. Esto es, los gobiernos, organismos y economistas más convencionales reclaman modificaciones leves en las que las leyes del mercado prevalezcan sobre las intervenciones públicas en los mercados financieros internacionales (G-7; Hills y Peterson, 1999) mientras que otras posturas más heterodoxas abogan por reformas profundas del actual orden económico mundial, reformas con las cuales los gobiernos y organismos públicos tendrían más poder para intervenir en las decisiones tomadas por los agentes financieros privados (Akyüz, 2000; UNCTAD, 2001a).

La diversidad de opiniones sobre cómo debería reformarse la arquitectura financiera internacional también es fruto, en segundo lugar, de la falta de una definición consensuada de dicha arquitectura y de sus objetivos<sup>182</sup>. Las propuestas de reforma varían en función de los objetivos que le asigna a la reforma el autor de la propuesta. Como se verá a continuación, la gran disparidad de objetivos da lugar a una disparidad similar en materia de propuestas.

## 1.2. Recomendaciones

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

---

<sup>182</sup> Esta diversidad de opiniones sobre cuáles son la definición y los objetivos de la nueva arquitectura financiera internacional puede obedecer al primer factor, esto es, a la diferencia entre paradigmas económicos. No obstante, aquí se está haciendo referencia a la diversidad de propuestas debida a la diversidad de opiniones sobre definición y objetivos, dentro de un mismo paradigma económico.

y Peterson (1999). Según ellos, la nueva arquitectura financiera internacional debería perseguir el fortalecimiento de la prevención y gestión de las crisis financieras, y con esta finalidad proponen siete medidas. En primer lugar, se debería forzar a las autoridades de las economías emergentes a adoptar políticas económicas más “convenientes”. Un instrumento para presionar en un sentido o en otros a dichas autoridades podría ser la condicionalidad de las ayudas otorgadas por el FMI en caso de crisis. También abogan por la implantación de controles de capital siempre y cuando éstos no distorsionen la asignación de los recursos financieros. En tercer lugar, los autores sostienen que, en caso de crisis, los deudores privados deberían involucrarse más en la negociación de la deuda. En cuarto lugar, el régimen cambiario debería ser flexible y no fijo. En quinto y sexto lugar, se deberían reducir las ayudas otorgadas por el FMI y reasignar, tanto al FMI como al Banco Mundial, las funciones que les fueron otorgadas en el momento de su creación. En séptimo y último lugar, se deberían coordinar las reformas financieras llevadas a cabo por distintos países.

Otras recomendaciones más heterodoxas sugieren un cambio más profundo que debería incluir la reforma de las instituciones financieras internacionales. En este sentido, el estudio que realiza Islam (1998) a raíz del estallido de las crisis financieras asiáticas aboga por tres medidas fundamentales. La primera de ellas es la creación de una Organización Mundial Financiera<sup>183</sup>. Esta organización regularía y supervisaría los intercambios financieros internacionales, de modo que se crearía para el ámbito financiero una institución similar a la que existe para los intercambios comerciales (la OMC). En segundo lugar, Islam (1998) sostiene que debería crearse una estrategia de actuación para regular los problemas de deuda internacional que aparecen tras el estallido de crisis financieras. De este modo, se podrían evitar situaciones similares a las sufridas por un buen número de países de América

---

<sup>183</sup> En inglés, *World Financial Organization* (WFO) también llamada en ocasiones *World Financial Agency* o *World Financial Authority* (WFA).

Latina tras la crisis de principios de los ochenta. En tercer lugar, defiende la cooperación regional como mecanismo de defensa y prevención ante este tipo de crisis. Esta cooperación se daría fundamentalmente en dos ámbitos. Uno de ellos sería la estandarización, en un ámbito regional, de las normas contables y la transparencia e intercambio de la información. Por otra parte, Islam (1998) propone la creación de fondos regionales (por ejemplo, el Fondo Asiático) que tendría unas funciones similares a las que tiene, a escala mundial, el FMI.

Como puede verse, la propuesta de una nueva arquitectura financiera internacional desde una perspectiva heterodoxa difiere considerablemente de la que se realiza desde un punto de vista más convencional sobre todo en que, mientras las propuestas heterodoxas abogan por la creación de una Organización Mundial Financiera, las más ortodoxas defienden la reducción de las ayudas otorgadas por el FMI. No obstante, como ya se ha señalado, no es sólo la adscripción a un determinado paradigma económico la que marca la divergencia de opiniones con respecto a las recomendaciones sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional. La falta de un consenso sobre cuáles son los objetivos de dicha arquitectura ha dado lugar a una gran disparidad de propuestas, como se verá en las propuestas que se resumen a continuación.

Según el Banco Asiático de Desarrollo (BAsD, 1999), hay cinco ámbitos en los cuales se podría llevar a cabo una reforma. En este sentido, los autores del estudio sólo se refieren a aquellas medidas que no chocarían con trabas políticas o técnicas o con conflictos de intereses. Son las siguientes: (1) la negociación de unos estándares mínimos en materia de regulación y supervisión; (2) una gestión más prudente de la cuenta de capitales (tanto liberalización financiera como controles de capital) por parte de cada país que participa en el proceso de globalización financiera; (3) la reforma de los regímenes cambiarios; (4) la creación de un marco de actuación para la negociación de la deuda tras el estallido de una crisis financiera; y, por último, (5) la creación de líneas de crédito contingentes por parte del sector privado.

En definitiva, el BAsD (1999) aboga, fundamentalmente, por una mayor autonomía política, en materia financiera, de los gobiernos de países receptores de capital y por una mayor involucración de los agentes financieros privados en las consecuencias de los flujos de capital que ellos mismos promueven. Taylor (1999) comparte, en buena medida, las propuestas del BAsD (1999) aunque puntualiza que, en ningún caso, los controles de capital deberían implantarse en forma de impuesto en la línea de la tasa Tobin (dada su complejidad política).

Según Stiglitz (1999), el objetivo prioritario de la reforma de la arquitectura financiera debería ser, en cambio, la contención del riesgo sistémico. Además, dicho riesgo deriva, como ya se ha señalado en diversas ocasiones, del fuerte movimiento internacional de flujos volátiles. Con este objetivo en mente, el autor propone las tres medidas siguientes. (1) La eliminación de las distorsiones del mercado que promueven los flujos de capital a corto plazo. (2) El fortalecimiento de las instituciones financieras que participan en dichos flujos. (3) La intervención directa, por parte de las autoridades, con el fin de estabilizar los flujos de capital que no sean intermediados por el sector financiero.

Resumiendo, las propuestas del BAsD (1999) responden a lo que este Banco considera que es el objetivo de la nueva arquitectura financiera internacional, que es una mayor autonomía política y una mayor involucración de los acreedores en los problemas de deuda; mientras que las recomendaciones de Stiglitz (1999) se supeditan a un objetivo diferente que es la contención del riesgo sistémico.

## 2. REFORMA INSTITUCIONAL

De lo anterior se puede deducir que la nueva arquitectura financiera internacional incluye cualquier tipo de medida destinada a prevenir el estallido de las crisis financieras y a paliar sus efectos siempre y cuando estas medidas

se adopten en un marco internacional, y no de forma independiente por determinados países.

Por una parte, muchas de las recomendaciones están ligadas a problemas de regulación y supervisión de la actividad financiera, a la elección del régimen cambiario, a las pautas de apertura financiera o a la implantación de controles de capital. Como ya se ha señalado en capítulos anteriores de esta tesis, se identifican como algunos de los factores clave en la cadena causal que conduce de un proceso de globalización financiera al estallido de una crisis financiera, la ausencia de controles a la entrada de capital, el ancla de la moneda y la debilidad del sistema de regulación y supervisión bancaria. Se considera, pues, que las propuestas sobre las medidas destinadas a solventar este tipo de problemas merecen una atención especial. Estos temas serán, por tanto, tratados con mayor detalle en posteriores epígrafes de este capítulo.

Por otra parte, algunas de las medidas contenidas en las propuestas para reformar la arquitectura financiera internacional están encaminadas a paliar los efectos de las crisis financieras, una vez que éstas han estallado. Éste es el caso de, por ejemplo, la inyección de liquidez en el sistema cuando se produce un ataque especulativo contra la moneda o el de la creación de un protocolo de actuación para la negociación de la deuda cuando ya se ha declarado la suspensión del pago de la deuda por parte de los deudores de préstamos internacionales. Este tipo de medidas no será evaluado en este capítulo. Esto es así porque, en esta tesis, sólo se pretende analizar los vínculos entre globalización financiera y crisis financieras y este capítulo se dedica, pues, a estudiar las medidas de política económica que pretendan “romper” dichos vínculos, y no aquéllas que palíen los efectos de las crisis una vez que se han producido. Es más, parece una obviedad que los esfuerzos, tanto en la investigación académica como en la aplicación de medidas de política económica, deberían centrarse en evitar las crisis financieras en economías emergentes, y no en suavizar sus consecuencias.

Por estos motivos, este apartado se limitará a evaluar las propuestas realizadas, en materia de arquitectura financiera internacional, que no estén relacionadas con la elección del régimen cambiario, el sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera o la adopción de controles a la entrada de capitales. Asimismo, quedan descartadas del análisis las propuestas destinadas a reducir los efectos de las crisis financieras. En otras palabras, este apartado se centrará en analizar lo que en esta tesis se considera el punto clave de la arquitectura financiera internacional y, en concreto, de su reforma. Esto es, la reforma de las instituciones internacionales que configuran las actuales relaciones financieras internacionales.

La importancia de los organismos internacionales en el diseño de la nueva arquitectura financiera internacional ha sido destacada por varios economistas (Akyüz, 2000; Stiglitz, 1999; UNCTAD, 2001a). Por ejemplo, Akyüz (2000) señala que las propuestas realizadas en torno a los sistemas de regulación y supervisión, a la transparencia en los mercados o a la homogeneización de los sistemas contables son respuestas marginales a un problema mucho más general que es el de las instituciones supragubernamentales. Sólo una reforma profunda de dichas instituciones podría solucionar el problema de la inestabilidad financiera internacional.

A continuación se repasarán brevemente algunas propuestas sobre reforma institucional en la configuración de la nueva arquitectura financiera internacional para luego señalar los principales obstáculos a los que se enfrenta la puesta en práctica de estas propuestas.

## 2.1. Algunas propuestas de reforma institucional

Las propuestas que aquí se van a resumir parten, implícita o explícitamente, de una definición común de la actual arquitectura financiera internacional (Akyüz, 2000; Islam, 1998; UNCTAD, 2001a). Desde este punto

de vista, la arquitectura financiera internacional se define por los organismos internacionales que configuran las relaciones económicas internacionales. En otras palabras, la arquitectura financiera internacional actual es el sistema de Bretton Woods. Como es bien sabido, este sistema, creado al final de la segunda guerra mundial, se sostiene en tres organismos principales que son el FMI, el Banco Mundial y el GATT (hoy OMC). Cuando el sistema fue configurado y sus organismos correspondientes fueron creados, no existía el nivel de globalización económica (y en particular financiera) que existe hoy. El sistema de Bretton Woods ha sido, simplemente, sobrepasado por los acontecimientos y la globalización financiera es un proceso (y un problema) con el que estas instituciones no están capacitadas para lidiar; y, como señalan Agüera y García-Arias (2000), la arquitectura financiera mundial resulta anacrónica. La reforma de la arquitectura financiera intencional pasa, pues, necesariamente, por la reforma del sistema de Bretton Woods y de los organismos que lo componen. A continuación, se repasan brevemente las propuestas de Akyüz (2000), de la UNCTAD (2001a) y de Islam (1998).

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

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

Además, Akyüz (2000), y también la UNCTAD (2001a), proponen la reforma del FMI y de sus funciones en dos campos concretos: la vigilancia de las políticas nacionales de países miembros y la provisión de liquidez a los sistemas financieros en caso de aparición de vulnerabilidades. Por lo que respecta a la vigilancia de las políticas nacionales es una función que le es, de hecho, atribuida al Fondo y que además éste ejerce. El problema es que, en este terreno, el FMI hace mal su trabajo. Y esto es así por tres motivos. Primero, el Fondo no tiene en cuenta el impacto de las políticas monetarias de los países ricos en el resto del mundo, y se empeña en culpar a los países no desarrollados de las crisis recurrentes que éstos sufren sin siquiera considerar que, en muchos casos (como, por ejemplo, el de México), el estallido de estas crisis suele coincidir con el movimiento del tipo de cambio o del tipo de interés de una divisa fuerte. Segundo, el FMI no ha sabido dotar de coherencia a las políticas de los países ricos, en definitiva, no ha sabido hacer lo que ha hecho, en el terreno comercial, la OMC. Tercero, los dos problemas anteriores no podrán ser resueltos mientras se mantenga el actual sistema de votos en el seno del FMI, según el cual el número de votos por miembro es proporcional a su cuota.

Por lo que respecta a la provisión de liquidez, la principal recomendación de Akyüz (2000) y de la UNCTAD (2001a) es que la liquidez se provea antes del estallido de la crisis, cuando aparecen los primeros problemas de pago y para evitar que el problema se agrave. Como es bien sabido, el FMI no acostumbra a actuar así. Las provisiones de liquidez se efectúan cuando las crisis ya se han desatado, el capital ha huido y la moneda se ha desplomado. Es más, las provisiones de liquidez suelen ir acompañadas de unas condiciones en materia de política económica que, por lo general, acaban siendo

tremendamente recesivas para la economía que las adopta. El mismo FMI ha dado algunos pasos para solucionar estos problemas, como, por ejemplo, la creación de líneas contingentes de crédito. No obstante, esto no ha resultado en una dotación suficiente de presupuesto para cubrir estas partidas, por lo que estos esfuerzos parecen vanos.

Otro autor que ha propuesto la reforma de la arquitectura financiera internacional es Islam (1998). Como ya se ha señalado, según el autor, dicha reforma debería consistir en tres puntos concretos: la creación de una Organización Mundial Financiera (World Financial Organization), la creación de una estrategia para resolver los problemas de deuda internacional y la ampliación de la cooperación en ámbitos regionales (como, por ejemplo, la creación de un Fondo Asiático)<sup>184</sup>. La Organización Mundial Financiera tendría los siguientes ámbitos de actuación: en primer lugar, debería generar unos principios y prácticas internacionales en temas de contabilidad, sistemas de pagos, supervisión bancaria, supervisión de los mercados de títulos, supervisión de las garantías y los seguros y supervisión de los conglomerados financieros. En segundo lugar, debería regular los movimientos internacionales de capital a corto plazo, complementándose dicha regulación con las medidas nacionales de los países miembros. En tercer lugar, formularía y aplicaría directivas internacionales sobre préstamos a corto plazo, tanto a deudores como a acreedores. En cuarto lugar, desarrollaría normas de transparencia y transmisión de la información. Y en quinto lugar establecería normas internacionales de quiebra y suspensión de pagos.

## 2.2. Obstáculos a la reforma

Los mismos autores que proponen la reforma de las instituciones que configuran la arquitectura financiera internacional dudan de su viabilidad. En

---

<sup>184</sup> Las dos últimas propuestas no serán evaluadas por los motivos ya aducidos.

ocasiones se ha aludido a trabas de carácter técnico en la prevención y gestión de crisis financieras internacionales<sup>185</sup>. Pero parece que los obstáculos principales a la reforma del FMI o a la creación de una Organización Mundial Financiera son, sobre todo, de carácter político. En la reforma institucional podrían entrar en conflicto los intereses nacionales de cada país con los intereses internacionales. Dicho de otra manera, una reforma institucional de estas características podría ser ventajosa para las economías emergentes y los países no desarrollados, pero no está muy claro que algunos sectores privados en los países ricos salieran igualmente beneficiados. En efecto, parece, a la luz de lo estudiado en esta tesis, que los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales que ponen en peligro la estabilidad financiera internacional y la supervivencia económica de los países no desarrollados benefician, por otra parte, a un buen número de agentes financieros privados de países ricos.

Además, según estos autores, dada la actual distribución del poder económico y político entre países ricos y pobres en los principales foros internacionales, no parece que la puesta en marcha de las reformas institucionales sugeridas fuera a resolver los problemas financieros de los países no desarrollados ni de las economías emergentes. En caso de que se creara, por ejemplo, una Agencia Financiera Internacional, o en caso de que se reformaran las funciones del FMI, es más que probable que esto se realizara, como ocurrió con el diseño de las instituciones de Bretton Woods, en función de los intereses de los países más poderosos. Por ello es improbable que una reforma institucional pudiera paliar los efectos nocivos de la globalización financiera en las economías más débiles.

Éstos son, quizás, los motivos por los que, como ya se ha visto en el anterior apartado, muchas de las propuestas en materia de nueva arquitectura

---

<sup>185</sup> Algunos de estos problemas se mencionan en los apartados dedicados a regulación y supervisión del sistema financiero y a controles a la entrada de capitales.

financiera internacional se centran en otras áreas –como la regulación y supervisión bancarias, la transparencia de la información, la armonización de las normativas contables–. Y éstos parecen ser, también, los motivos por los que no se han producido avances en el campo de la reforma de los organismos internacionales.

## B. RÉGIMEN DE TIPO DE CAMBIO

En esta tesis se sostiene (capítulo 2) que el ancla nominal de la moneda a una divisa más fuerte determina, en combinación con otros factores<sup>186</sup>, la composición de las entradas de capital extranjero en una economía emergente<sup>187</sup>. En concreto, un régimen cambiario fijo o semi-fijo contribuye a que el ahorro externo se capte en forma de flujos a corto plazo y/o volátiles y a que esté denominado, sobre todo, en divisas sin que los agentes se cubran del riesgo de tipo de cambio. Esto es así porque, en realidad, el ancla equivale a que el gobierno garantice temporalmente el valor de la moneda, por lo que el riesgo de tipo de cambio a corto plazo se traslada de los agentes financieros que operan en los mercados internacionales al sector público.

En los dos casos prácticos analizados en esta tesis, se ha observado que tanto México como Corea del Sur mantuvieron, en los años previos al estallido de sus respectivas crisis de 1994 y 1997, regímenes cambiarios fijos o semi-fijos (capítulos 4 y 5). Aunque México eliminó, teóricamente, el ancla nominal en 1991, ésta fue remplazada por una banda de fluctuación. En otras palabras, se trataba de un régimen cambiario semi-fijo en el que el gobierno intervenía – premeditadamente y respondiendo a una estrategia preconcebida – en el valor del peso. En cuanto a Corea del Sur, en 1990, las autoridades adoptaron el tipo de cambio de media de mercado (MAR) con el cual el valor nominal del won con respecto al dólar se establecía sobre la base de la media ponderada del tipo de cambio interbancario. Con este sistema, el valor nominal del won seguía en buena medida indexado al del dólar. Asimismo, en ambos estudios se ha señalado que el régimen cambiario influyó en la denominación en divisas y el

---

<sup>186</sup> Estos factores son la ausencia de controles a la entrada de capitales, la asimetría de la información, el aumento de la liquidez internacional, el diferencial de tipos de interés y la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera (capítulo 2, epígrafe B.1.2).

<sup>187</sup> Las características de dichas entradas de capital son las siguientes: los flujos son a corto plazo y/o volátiles, están denominados en moneda extranjera sin que los agentes se cubran adecuadamente del riesgo de cambio y entran, fundamentalmente, en forma de deuda.

vencimiento a corto plazo (o volatilidad) del capital entrante, así como en la no cobertura del riesgo de tipo de cambio.

En definitiva, de los capítulos anteriores de esta tesis se deduce que el régimen cambiario es un eslabón relevante en la cadena que conduce del proceso de globalización financiera al estallido de una crisis, también de naturaleza financiera. Además, éste no es el único tipo de problema que puede presentar un régimen cambiario fijo o semi-fijo. Por ejemplo, Gavin *et al.* (1999) señalan que el ancla obliga al país que la establece a importar la política monetaria del país a cuya moneda se ha anclado. Es decir que se están supeditando los movimientos del tipo de interés local a los movimientos del tipo de interés del país cuya moneda sirve de ancla. Y esto tiene dos implicaciones. En primer lugar, si los ciclos económicos de los dos países no coinciden (cuando el país del ancla vive un *boom*, el país anclado sufre una recesión), el país anclado se verá obligado a adoptar una política monetaria inadecuada para su situación económica. En segundo lugar aunque, por el contrario, los ciclos de negocios de ambos países coincidan, puede ocurrir que a los dos países no les convenga adoptar exactamente la misma política monetaria. Si todo esto es así, cabe preguntarse cuáles son las alternativas al régimen cambiario fijo o semi-fijo para las economías emergentes y los países subdesarrollados.

El ancla o los tipos de cambio semi-fijos descritos pueden incluirse en los llamados regímenes intermedios, en los que también tendrían cabida otros regímenes más flexibles pero no tanto como el de la flotación total de la moneda<sup>188</sup>. Estos regímenes se denominan intermedios porque se sitúan entre los regímenes extremos o de esquina que son, por una parte, las anclas duras (dolarización y junta monetaria) y, por otra, los regímenes de tipo de cambio

---

<sup>188</sup> Los tipos de cambio fijos o semi-fijos (o anclas blandas) han sido los regímenes cambiarios predominantes en los países subdesarrollados y economías emergentes durante la década de los noventa.

flotante. Lo que diferencia a los regímenes intermedios de las anclas duras y de los tipos de cambio flotante es que, en el caso de los intermedios, las autoridades monetarias se comprometen a defender la estabilidad de la moneda, siguiendo una estrategia preconcebida (a diferencia de los regímenes flexibles) pero el compromiso de la defensa no es irrevocable (a diferencia de las anclas duras)<sup>189</sup>.

A continuación se evaluará brevemente la idoneidad de cada tipo de régimen cambiario extremo (tipo de cambio flotante, junta monetaria y dolarización) como alternativas al ancla blanda. El criterio principal de esta evaluación es, evidentemente, la medida en la que estas alternativas pueden eliminar los problemas de los tipos fijos o semi-fijos resaltados en los capítulos anteriores de esta tesis. Es decir, se estudiará en qué medida las alternativas en materia cambiaria contribuyen a alterar la composición de las entradas de capital extranjero determinadas por el ancla blanda (capitales a corto plazo y/o volátiles, en moneda extranjera y sin cobertura del riesgo cambiario) o a evitar sus consecuencias. En otras palabras, se estudiará en qué medida dichas alternativas contribuyen a romper algunos de los eslabones que unen el proceso de globalización financiera con el estallido de crisis financieras en economías emergentes. No obstante, para cada caso se señalaran algunos otros inconvenientes no relacionados con los problemas señalados en esta tesis pero que pueden tener importantes implicaciones en otros ámbitos.

## 1. TIPO DE CAMBIO FLOTANTE

Si el principal problema que presenta un ancla nominal (es decir, la intervención del gobierno en el valor de la moneda) para el deterioro de los parámetros financieros y, por tanto, para la estabilidad financiera es que actúa como una garantía gubernamental de la estabilidad del tipo de cambio;

---

<sup>189</sup> Pueden encontrarse otras clasificaciones de regímenes cambiarios en los trabajos de Frankel (1999) y Edwards y Savastano (1999).

entonces la flotación de la moneda (es decir, la eliminación de la intervención del gobierno en el valor de la moneda) sería, en principio, la solución a los problemas de fragilidad provocados por el régimen cambiario. En efecto, si el valor de la moneda no está respaldado de modo alguno por las autoridades monetarias, entonces los agentes financieros no se endeudarán en moneda extranjera sin cubrirse del riesgo de tipo de cambio, delegando en las autoridades la gestión de dicho riesgo.

Además, la flexibilización del tipo de cambio también soluciona, en principio, los problemas de dependencia de la política monetaria. En efecto, si la moneda local no está anclada a otra divisa más fuerte, entonces las autoridades monetarias tienen la libertad de manejar los tipos de interés en función de sus necesidades internas y de la fase del ciclo de negocios en la que se encuentren. No obstante, no parece que los regímenes de tipo de cambio flotantes solucionen ninguno de los dos tipos de problemas. En efecto, según algunos autores (Eichengreen y Hausmann, 1999), los regímenes flexibles no suprimen la denominación en divisas, el vencimiento a corto plazo y la no cobertura del riesgo de tipo de cambio de las entradas de capital extranjero. Otros afirman que un tipo de cambio flotante tampoco dota a las autoridades de una mayor independencia en materia de política económica (Gavin *et al.*, 1999).

Por lo que respecta al primer tipo de problemas, es decir, a las características de las entradas de capital, parece que también con un tipo de cambio flotante las entradas de capital extranjero vencen a corto plazo, están denominadas en dólares y no están cubiertas del riesgo cambiario. Esto se explica con la hipótesis del pecado original (*original sin*) de Eichengreen y Hausmann (1999). Según los autores, el principal motivo por el cual las economías emergentes y los países subdesarrollados se endeudan en divisas fuertes (en concreto, en dólares) no es el régimen cambiario, sino el mero hecho de que sus economías son emergentes o están subdesarrolladas. Los

agentes financieros no están dispuestos a realizar operaciones en monedas que consideran inestables por pertenecer a un país no desarrollado, independientemente del régimen cambiario que éste adopte. La falta de confianza va más allá del régimen cambiario: es una falta de confianza respecto del conjunto de políticas económicas adoptadas por el país no desarrollado. Por este mismo motivo, tampoco existe cobertura del riesgo de cambio cuando las operaciones están denominadas en divisas ya que cubrirse del riesgo de cambio de, por ejemplo, el won con respecto al dólar, equivale a endeudarse en won en vez de en dólares. Del mismo modo que los agentes financieros no están dispuestos a conceder financiación en won, tampoco están dispuestos a ser la contraparte de un instrumento de cobertura del tipo de cambio del won. Siguiendo este mismo razonamiento, podría decirse que el pecado original explica, asimismo, que las inversiones extranjeras en países no desarrollados se efectúen, independientemente de cuál sea el régimen cambiario, en forma de flujos con vencimientos a corto plazo y/o de naturaleza volátil.

Podría argumentarse que una posible solución al problema de la cobertura del riesgo cambiario, en un régimen flexible, sería la realización de operaciones de cobertura entre agentes locales (y no entre agentes locales por una parte e internacionales por otra). Pero sobre este punto, Eichengreen y Hausmann (1999) señalan que esto sólo repartiría o trasladaría el problema, sin eliminarlo. En efecto, esto significaría, por ejemplo, que ante la imposibilidad de firmar contratos de cobertura del riesgo entre la red financiera local y los prestamistas internacionales, la red financiera local podría firmar dichos contratos con agentes locales no financieros. Pero entonces serían los agentes no financieros locales los que estarían soportando el riesgo de tipo de cambio. Éste no quedaría, por tanto, eliminado. Como ya se señaló, esto fue, más o menos, lo que ocurrió en Corea del Sur (capítulo 5). Parte de los préstamos realizados a los *chaebol* por parte de la banca local estaban denominados en dólares y no en won. De ese modo, la banca no registraba el desajuste de monedas que había soportado, por ejemplo, la banca mexicana antes de la crisis

de 1994: en Corea este desajuste se trasladaba del sector financiero al industrial.

Por lo que respecta al segundo tipo de problemas, es decir, a la independencia en materia de política monetaria, ya se ha señalado que, en teoría, un régimen cambiario flexible debería dotar a las autoridades de una mayor independencia en materia de política monetaria que un régimen intermedio como una flotación intervenida, un ancla o un tipo de cambio semi-fijo. Sin embargo, parece que, para el caso concreto de los países pobres, esta ventaja tampoco se da. Gavin *et al.* (1999) estudian el comportamiento de las autoridades monetarias en varios países latinoamericanos con régimen cambiario flexible durante la década de los noventa y llegan a la siguiente conclusión. En lugar de permitir que el tipo de cambio absorba los *shocks* externos (aumentando o disminuyendo de valor) y utilizar el tipo de interés para lidiar con los *shocks* internos, gran parte de estos países hizo uso del tipo de interés como respuesta a los *shocks* externos. En definitiva, no hicieron uso de la independencia en política monetaria que, en principio, les brindaba el régimen cambiario flexible. Esto se explica, sencillamente, porque este tipo de economías no pueden permitirse, dada su estructura comercial, grandes movimientos al alza o a la baja del valor de sus monedas. En otras palabras, no pueden permitir que el tipo de cambio absorba la totalidad de un *shock* externo. Por tanto, cuando la magnitud del *shock* es elevada, hacen uso del tipo de interés para soportar parte de éste.

Por tanto, aunque, en un principio, del análisis realizado a lo largo de esta tesis podría deducirse que la solución más plausible al problema del ancla nominal es la flexibilización del tipo de cambio, existen autores que denuncian la ineeficacia de los tipos de cambio flotantes para solventar los problemas que plantean las anclas blandas. Cabe ahora preguntarse si otros tipos de regímenes de esquina, es decir, las juntas monetarias o la dolarización, permiten resolver

la vulnerabilidad financiera de los países no desarrollados, causada, en parte, por el ancla.

## 2. JUNTA MONETARIA

Una junta monetaria (*currency board*) es un régimen cambiario en el que el valor de la moneda local se ancla a una divisa más fuerte, del mismo modo que ocurre con un régimen de tipo de cambio fijo. Pero además, en una junta monetaria, las autoridades emiten una determinada cantidad de moneda de tal modo que ésta siempre está respaldada por una cantidad equivalente de reservas en divisas<sup>190</sup> y este compromiso es, teóricamente, irrevocable.

Desde un plano teórico, no puede afirmarse si una junta monetaria resuelve o, por el contrario, agrava el problema de la denominación y el vencimiento. De hecho, los agentes financieros pueden reaccionar de dos formas distintas ante una junta monetaria. Por una parte, la junta monetaria puede otorgar plena credibilidad al país que la adopta. Sabiendo que la emisión de moneda local está enteramente respaldada por la acumulación de reservas en divisas, la credibilidad es suficiente para que los inversores internacionales “equiparen” la moneda local a la que el país no desarrollado ha decidido anclarse. Esto es así porque, de producirse un ataque especulativo contra la moneda del país pobre, las autoridades pueden responder del valor de cada unidad de moneda local antes de que se agoten sus reservas. En tal caso, las inversiones denominadas en moneda local no pierden su valor. Esto supone un incentivo para que las entradas de capital extranjero se produzcan en moneda local y los vencimientos de dichas inversiones sean a largo plazo. Si

---

<sup>190</sup> Siendo el balance simplificado del banco central  $M = R + C$ , donde  $M$  es la moneda local,  $R$  las reservas y  $C$  el crédito interno concedido al sector público o al sector financiero; en una junta monetaria,  $M$  debe ser igual a  $R$ . En otras palabras  $C$  se anula, el banco central no puede financiar ni al sector público ni al sector financiero, con lo que no puede actuar como prestamista de última instancia.

los agentes financieros reaccionaran de este modo, se resolverían los problemas que provoca el ancla blanda en el sistema financiero local.

Por otra parte, es posible que la mera adopción de una junta monetaria no ofrezca la credibilidad suficiente a los agentes financieros como para que las entradas de capital se realicen en moneda local. En este caso, la garantía gubernamental del valor de la moneda es aún mayor que la que se da en un régimen cambiario fijo o semi-fijo. La asunción del riesgo cambiario por parte de las autoridades monetarias es total y, además, más creíble; los incentivos para prestar y endeudarse en dólares y a corto plazo son aún mayores. En el primer escenario, no existe riesgo cambiario del que cubrirse y, en el segundo escenario, ni los inversores ni los receptores de capital se cubren del riesgo de tipo de cambio y la gestión de dicho riesgo se delega, del mismo modo que en un régimen fijo o semi-fijo, a las autoridades monetarias del país que adopta la junta.

Cualquiera de las dos situaciones es posible en teoría, pero si se aplica la hipótesis del pecado original de Eichengreen y Hausmann (1999), el segundo escenario parece más realista. Como ya se ha señalado, según esta hipótesis, los agentes financieros internacionales invertirán a corto plazo (o en títulos líquidos), en divisas y sin cubrirse del riesgo de tipo de cambio en los países no industrializados, independientemente del régimen cambiario que éstos adopten. A pesar de la existencia de una junta monetaria, el país no desarrollado que la adopte recibirá el capital extranjero en divisas y, probablemente, también a corto plazo y las autoridades monetarias tendrán que asumir el riesgo cambiario del que no se habrán cubierto los agentes privados. En definitiva, si la hipótesis del pecado original de Eichengreen y Hausmann (1999) es cierta, no puede afirmarse que la junta monetaria sea una alternativa al ancla dura en lo que concierne a los problemas de la denominación, el vencimiento y la cobertura del riesgo de las entradas de capital extranjero en países no desarrollados.

Ya se ha señalado que un régimen flotante otorgaría, en principio, una mayor independencia que un ancla blanda en materia de política monetaria, aunque en la práctica no sea así. Pues bien, la junta monetaria restringe aún más que el ancla blanda la independencia de la política monetaria del país que la adopta. Las autoridades monetarias no pueden intervenir en los niveles de los tipos de interés en función de sus necesidades internas ya que los tipos de interés vienen determinados por la situación externa, de modo que se pueda mantener la junta monetaria. Un aumento (o disminución) de los tipos de interés provocaría una disminución (o aumento) de la masa monetaria, con lo que ésta ya no sería igual al nivel de reservas. La junta monetaria tiene, pues, el inconveniente de restringir la independencia monetaria aún más que el ancla blanda.

Pero, por otra parte, la junta otorga más credibilidad a la política monetaria del país que la instaura. Esto es así porque las juntas obligan a las autoridades a mantener una disciplina fiscal y monetaria férrea y son esta disciplina, y la credibilidad que supone, las que harán que el estallido de crisis financieras sea menos probable. En primer lugar, la totalidad de la masa monetaria está respaldada por una cantidad equivalente de reservas en divisas, con lo que no existen créditos concedidos por el banco central a los sectores público y financiero. Esto significa que las juntas monetarias imposibilitan el estallido de crisis de tipo de cambio de primera generación<sup>191</sup>. En segundo lugar, con una junta monetaria se está importando la política monetaria de otro país, la del país a cuya moneda se ha anclado el valor nominal de la moneda local. La moneda que sirve de ancla es una divisa perteneciente a un país sólido cuyas políticas ofrecen mayor credibilidad a los inversores internacionales que las del país que establece la junta. En definitiva, al importar la política monetaria de un país rico, el país no desarrollado está importando también la

---

<sup>191</sup> Los modelos de crisis de tipo de cambio de primera generación fueron estudiados en el primer capítulo de esta tesis.

credibilidad de su política monetaria. En tercer lugar, el coste político de abandonar una junta monetaria es aún mayor que el de abandonar un ancla blanda, con lo que las autoridades lucharán aún más por mantener su régimen cambiario.

Si las juntas monetarias fueran capaces de eliminar el riesgo de crisis financiera (a través de una mayor credibilidad), aunque no consigan eliminar los problemas de vencimiento y denominación de las entradas de capital, ésta podría ser la solución, en materia cambiaria, para los países no desarrollados susceptibles de sufrir crisis financieras. No obstante, aunque el establecimiento de una junta monetaria dota de mayor credibilidad a las autoridades monetarias, esta credibilidad depende, sobre todo, de la credibilidad de las instituciones que la adopten (Edwards, 2000). Por tanto, siguiendo el razonamiento expuesto por Eichengreen y Hausmann (1999) en su hipótesis del pecado original y como muestran las presiones especulativas contra las monedas de Argentina y de Hong Kong tras las crisis asiáticas de 1997 y la crisis de Argentina iniciada a finales de 2001, la credibilidad que otorga una junta monetaria puede no ser suficiente como para evitar ataques especulativos por parte de agentes financieros internacionales.

### 3. DOLARIZACIÓN

El último tipo de régimen cambiario que se va a estudiar en este epígrafe es la dolarización, que comparte algunas de las características de la junta monetaria. La dolarización consiste simplemente en eliminar la moneda local y adoptar legalmente la moneda estadounidense. Esta misma estrategia monetaria puede llevarse a cabo también con otras monedas como son el yen o el euro, siempre y cuando se trate de una moneda sólida emitida por unas autoridades monetarias que gocen de mucha credibilidad ante los inversores internacionales. No obstante, si varios autores han sugerido la posibilidad de que las economías emergentes o los países subdesarrollados se dolaricen (en

lugar de “yenizarse” o “euroizarse”) es porque, como señalan Gavin *et al.* (1999), muchos de estos países ya están dolarizados *de facto*.

En efecto, estos autores señalan que el hecho de que estos países dependan en gran medida del ahorro externo (y no del interno) y que este ahorro externo entre en el país, sobre todo, en forma de dólares es ya una dolarización parcial de la economía. Esta dolarización da lugar a los problemas que tantas veces se han discutido a lo largo de esta tesis: la financiación externa en divisas se reparte en moneda local en el interior de la economía y esto crea desajustes de moneda en los balances bancarios, que provocan un aumento del riesgo de crisis. Lo que Eichengreen y Hausmann (1999) y Gavin *et al.* (1999) sugieren es convertir la dolarización de hecho en una dolarización de derecho. De este modo se eliminarían los desajustes de moneda en los balances locales: las entradas de capital extranjero en dólares se canalizarían también en dólares a través de la red bancaria local, con lo que los activos y los pasivos de la banca y de las empresas no financieras estarían denominados en la misma moneda. Así, no se corre el riesgo de que los desajustes empeoren ante una depreciación de la moneda local ya que la moneda local ya no existe.

Con una dolarización no se contribuye a alterar la denominación en divisas de las entradas de capital extranjero pero sí se palía el principal efecto de ésta que es el desajuste de moneda en los balances de la red financiera local (que sería el caso de México) o de la red empresarial local (que sería, más bien, el caso de Corea del Sur). Ya se ha señalado que el ancla blanda (régimen que adoptaron México y Corea del Sur) contribuye (junto con otros factores) a que las entradas de capital, además de estar denominadas en divisas, venzan a corto plazo y/o sean volátiles y a que los agentes financieros no se cubran del riesgo de tipo de cambio. Pues bien, podría decirse que la dolarización también resuelve estos dos problemas. Por lo que respecta a la cobertura del riesgo de cambio, éste simplemente desaparece con la desaparición de la moneda local. En cuanto a los vencimientos, recuérdese que uno de los motivos por los que

las entradas de capital son a corto plazo o son volátiles es porque existe incertidumbre en cuanto a la duración del período durante el cual se mantendrá inalterado el valor de la moneda local. Una vez más, con la desaparición de la moneda local, desaparece también esta incertidumbre y cabe la posibilidad de que los inversores internacionales se muestren más propensos a alargar el vencimiento de sus inversiones. En otras palabras, es posible que con la dolarización también desaparezca el desajuste de vencimientos en los balances bancarios que suele provocar la entrada de capital extranjero.

En resumen, la dolarización no cambia la denominación de las entradas de capital pero sí elimina sus efectos negativos en la economía receptora. La dolarización también elimina el problema de la no cobertura del riesgo cambiario y, probablemente, el del desajuste de vencimientos. Asimismo, este régimen cambiario ofrece otra ventaja que también ofrece la junta monetaria, esto es, la credibilidad. Al importar la política monetaria de Estados Unidos, el país dolarizado adquiere, en este sentido, la misma credibilidad de que gozan las autoridades monetarias estadounidenses.

No obstante, la dolarización presenta dos serias desventajas. Desde cierto punto de vista, puede decirse que estas desventajas son suficientes como para rechazar la dolarización como una alternativa a los regímenes cambiarios de México o de Corea del Sur en los años previos al estallido de sus respectivas crisis. Estos inconvenientes son la eliminación de la política monetaria local y la eliminación de un prestamista de última instancia. Si, por ejemplo, México decide eliminar la emisión y circulación de pesos y adopta el dólar estadounidense como moneda local, está, como ya se ha señalado, importando la política monetaria de Estados Unidos (y eliminando la propia). En caso de que los ciclos de negocios de ambos países no sean los mismos, esto puede llevar a México a adoptar una política monetaria deflacionaria en períodos de recesión, como ocurre también con un ancla blanda, pero esta vez sin posibilidad alguna de revertir el proceso. En segundo lugar, se elimina el

prestamista de última instancia para el sector bancario mexicano. El banco central de México ya no emitiría moneda local por lo que tampoco podría conceder líneas de crédito para ayudar a los bancos mexicanos con problemas financieros. Estos bancos deberían acudir a la Reserva Federal estadounidense en busca de financiación en caso de que la necesitaran. Lo más probable es que la Reserva Federal no concediera dicha financiación; pensar lo contrario resulta poco realista.

#### 4. CONCLUSIÓN

A pesar de que, *a priori*, existen varias alternativas al ancla blanda, no parece haber un régimen cambiario que elimine los problemas que crea dicho régimen, al menos no sin crear otros aún peores. Tras las crisis de 1997 y 1998, muchos economistas, medios de comunicación y gobiernos han empezado a barajar la posibilidad de que se creen nuevas monedas regionales (similares al euro) para zonas geográficas como América Latina o Asia.

Una cesta de monedas asiáticas podría, con el tiempo, llegar a disfrutar de la solidez de la que gozan el dólar, el euro o el yen, con lo que las entradas de capital extranjero en los países asiáticos que participaran en dicha cesta estarían denominadas en esta divisa asiática. A la vez, también sería la moneda local del país receptor de capital con lo que se eliminarían los problemas de desajuste de vencimientos y moneda y no sería necesario cubrirse del riesgo cambiario. Todo ello sin eliminar la política monetaria local (aunque su independencia quedaría, claro está, mermada<sup>192</sup>) y conservando un prestamista de última instancia. La principal traba que existe al establecimiento de monedas regionales es una traba política. Es un proceso largo y complejo y que necesita de un gran consenso político y de una homogeneidad económica de la que no parece que gocen, de momento, la región de América Latina o la de

---

<sup>192</sup> Del mismo modo que se ha mermado la independencia de política monetaria de los países de la zona euro.

Asia. Buen ejemplo de todo ello es que desde la creación de lo que es hoy la Unión Europea hasta el establecimiento de una moneda común ha transcurrido casi medio siglo.

## **C. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA**

A lo largo de esta tesis, se ha estudiado cómo las debilidades (o la ausencia) de un sistema de regulación y supervisión que controle la actividad del sistema financiero –tanto en su labor de captación de fondos externos como en su actividad de prestatario– pueden contribuir al deterioro de las variables financieras de una economía, en concreto, al deterioro de los balances del sector financiero. La debilidad o ausencia de un sistema de estas características contribuye, concretamente, a la mala calidad de las entradas de capital extranjero en el país y al alto riesgo de los proyectos de inversión hacia los cuales se canalizan dichas entradas de capital.

Todo esto se ha estudiado con detalle en esta tesis tanto desde un punto de vista teórico (capítulo 2) como desde el punto de vista empírico para los casos de la economía mexicana en los años previos al estallido de la crisis de 1994 (capítulo 4) y para el de la economía surcoreana en el período previo a las crisis asiáticas de 1997 (capítulo 5). No obstante, conviene recordar brevemente cómo la debilidad o ausencia de dicho sistema de regulación y supervisión determina las características de las entradas de capital externo y las del crédito interno, desde ambos enfoques.

En el segundo capítulo, la debilidad del sistema de regulación y supervisión se dividió en dos variables, siendo la primera de ellas la mala calidad del sistema de control en lo que se refiere a la actividad del sector financiero local como captador de financiación externa y, la segunda, la debilidad de dicho sistema al controlar la actividad del sistema financiero en la concesión de préstamos dentro del país. En el primer caso, se señaló que la debilidad del sistema influye, más que en el volumen de las entradas de capital dentro del país, en la calidad de las mismas. Así, el principal problema en este sentido sería la ausencia de un sistema que pusiera trabas al fuerte

endeudamiento en divisas (y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio) así como al corto plazo y/o volatilidad de dichas entradas y a su alto componente de deuda. En el segundo caso, la debilidad del sistema de regulación y supervisión de la actividad bancaria redundaría en la concesión de préstamos a proyectos de inversión de alto riesgo.

Al estudiar el sistema de regulación y supervisión del sector financiero mexicano en la primera mitad de los años noventa (capítulo 4), se llegó a la conclusión de que dicho sistema presentaba una serie de debilidades. Entre estas deficiencias, destacan medidas como la implantación de un modelo de banca múltiple sin adaptar la regulación del sector al nuevo modelo o la reducción de los requisitos de liquidez. Estas debilidades también se hicieron patentes en el estudio del proceso de liberalización financiera en Corea del Sur (capítulo 5). Por ejemplo, había una notable laxitud en la clasificación y seguimiento de los riesgos de los créditos concedidos por la banca local dentro del país y no existían límites al endeudamiento externo de los bancos locales con otros bancos extranjeros.

La finalidad de este epígrafe es hacer un repaso de las principales propuestas sobre cuáles son las medidas destinadas a mejorar la calidad de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera en las economías emergentes, con el fin de evitar que se produzcan los problemas en la entrada de capital extranjero y posterior canalización de dicho capital dentro de la economía. En primer lugar, se repasarán las principales recomendaciones en materia de regulación y supervisión recogidas en la literatura económica. En segundo lugar, se evaluarán las trabas a las principales medidas propuestas. Por último, en tercer lugar, el epígrafe concluirá con un breve repaso de las principales medidas adoptadas para combatir el problema de las debilidades de los sistemas de regulación y supervisión.

## 1. RECOMENDACIONES EN MATERIA DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

No existen, en la literatura económica sobre sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera, modelos teóricos cerrados que establezcan propuestas acotadas en materia de regulación. Más bien, lo que puede encontrarse sobre esta materia es una serie de recomendaciones generales para mejorar la calidad de los sistemas de regulación y supervisión. Pero tampoco hay consenso entre los autores sobre cuáles serían las principales medidas destinadas a mejorar este tipo de problemas. Ni siquiera existe una definición común de lo que es un sistema de regulación y supervisión de la actividad del sector financiero ni de cuáles son sus principales funciones. Es más, algunas de las propuestas realizadas en materia de regulación y supervisión ni siquiera pretenden corregir el mismo tipo de problemas que han sido planteados en los capítulos 2, 4 y 5 de esta tesis. Por estos motivos, este apartado se limitará a recoger las principales y más completas propuestas teóricas realizadas sobre esta materia, por dispares que éstas sean. Pero antes de abordar este repaso, y dada la heterogeneidad de las distintas recomendaciones, conviene, quizás, repasar algunas de las definiciones y objetivos mencionados en la literatura económica sobre regulación y supervisión de la actividad financiera.

### 1.1. Finalidad de los sistemas de regulación y supervisión

Prueba de la disparidad de definiciones y objetivos que existen en la literatura económica en materia de sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera son los planteamientos de Garber (1996) y de Llewellyn (2000). Según Garber (1996), el sistema de regulación del sector financiero puede dividirse en dos grupos que se establecen en función de los dos tipos de objetivos perseguidos por dicho sistema. En primer lugar, está la regulación prudencial. Su objetivo es doble: por una parte debe preservar la solvencia de

las instituciones financieras de forma individual y por otra limitar el contagio de la quiebra de una entidad al resto del sector. La regulación prudencial incluiría, desde este punto de vista, medidas tales como los requisitos de capital, de reservas y de liquidez, la restricción a determinadas líneas de crédito, la normativa sobre dotación de provisiones o los techos al volumen de los balances bancarios. En segundo lugar está la regulación anti-especulativa. Su finalidad es controlar los riesgos de las instituciones que tienen acceso al sistema de garantía de depósitos y que, por tanto, tienden a incurrir en cierto riesgo moral. La regulación anti-especulativa incluiría medidas tales como las restricciones a la emisión de títulos por parte de las instituciones, las limitaciones a la propiedad extranjera de acciones o las barreras a la entrada de determinados tipos de agentes como los *dealers*.

Según Llewellyn (2000), sin embargo, el sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera debería cubrir un mayor número de objetivos. Así, según el autor, no debería plantearse tan sólo como una serie de normas, impuestas desde un organismo externo, a las instituciones financieras. Desde esta perspectiva, el sistema de regulación y supervisión estaría compuesto por una combinación de siete elementos que son los siguientes: (1) las normas impuestas por las agencias de regulación; (2) la supervisión del cumplimiento de dichas normas por parte de las agencias de supervisión; (3) una estructura de incentivos aplicables tanto a las agencias de regulación como a los consumidores y a las empresas bajo regulación; (4) el papel del mercado como regulador y supervisor; (5) los protocolos de intervención en caso de quiebra o suspensión de pagos; (6) el papel de la gestión corporativa de las entidades financieras; y, por último, (7) la normativa contable aplicable a las agencias reguladoras. Según Llewellyn (2000), en un sistema de control idóneo, estos siete elementos se combinan de forma que se obtenga la máxima eficacia del sistema en su conjunto.

Las propuestas de Garber (1996) y Llewellyn (2000) son dos claros ejemplos de la heterogeneidad que existe en la literatura económica sobre regulación y supervisión de la actividad financiera, tanto en lo que respecta a los objetivos de dicho sistema como a la misma definición del sistema supervisor y regulador.

## 1.2. Algunas propuestas concretas en materia de regulación y supervisión

A continuación, se resumen algunas propuestas para mejorar el sistema de regulación y supervisión de la actividad financiera. Llegados a este punto, conviene resaltar que la mayoría de estas propuestas no pretenden solventar los problemas concretos señalados en los capítulos anteriores de esta tesis (capítulo 2, 4 y 5). Dichas recomendaciones están más bien encaminadas a cubrir una gama más amplia de problemas. En definitiva, se trata, en la mayoría de los casos, de una serie de recomendaciones generales destinadas a mejorar la calidad del sistema de regulación y supervisión en su conjunto. Este epígrafe recoge, en concreto, tres propuestas. Éstas son las de Brownbridge y Kirkpatrick (2000), la de Goldstein y Turner (1996) y la de Mishkin (2001)<sup>193</sup>.

Mishkin (2001) propone un grupo de doce medidas en materia de política financiera cuyo objetivo sería, de forma general, evitar el estallido de crisis financieras en economías emergentes. Entre estas medidas se encuentra la mejora de los sistemas de regulación y supervisión, pero, además, el autor propone otras políticas como una liberalización financiera más cauta o una gestión adecuada del régimen cambiario y de las reservas en divisas. Puede decirse que, si bien la regulación prudencial constituye una sola de las doce medidas propuestas por Mishkin (2001), algunas de las otras medidas podrían incluirse en un concepto más amplio de regulación o supervisión o, al menos, podrían contribuir a la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la

---

<sup>193</sup> Otras propuestas no estudiadas en este epígrafe son las de Caprio (1996) y Llewellyn (2000).

banca. A continuación, se resumen las propuestas del autor sobre regulación prudencial y algunas de las medidas adicionales.

Las medidas encaminadas a mejorar la calidad de la regulación prudencial deberían centrarse, según el autor, en siete puntos concretos. En primer lugar, los órganos supervisores deberían emprender las acciones correctivas –tales como el cierre de entidades o el freno a determinado tipo de actividades– de forma rápida, tan pronto surgieran los problemas en el sistema bancario. En segundo lugar, debería reformarse la gestión del riesgo por parte de los órganos de vigilancia. El argumento de Mishkin (2001) se centra en que el protocolo de actuación tradicional, basado en el estudio de los balances anuales del sector bancario, no permite una vigilancia eficaz de las entidades bancarias. En efecto, por una parte, el balance de una empresa es, básicamente, una fotografía tomada en un momento determinado de la salud de dicha empresa (en general, a 31 de diciembre de cada año). El balance no permite, pues, saber cuál ha sido la evolución del estado de las cuentas a lo largo del año. En otras palabras, la empresa que presenta sus cuentas puede haber estado especulando con, por ejemplo, productos financieros derivados a lo largo del año y haber liquidado sus posiciones antes de la entrega de los resultados al órgano supervisor. Por otra parte, Mishkin (2001) alega que, dado el proceso de rápida innovación financiera que están viviendo los mercados financieros internacionales desde hace más de veinte años, existen multitud de instrumentos financieros que permiten camuflar la situación financiera real de una determinada institución bancaria, si ésta se mide por su balance. En tercer lugar, el autor propone recortar de algún modo las políticas de *too-big-to-fail*<sup>194</sup>. Esto podría realizarse mediante una vigilancia especial de las entidades financieras de gran tamaño. En cuarto y quinto lugar, Mishkin (2001) insiste en la necesidad de dotar a los órganos de vigilancia de los recursos y de la

---

<sup>194</sup> *Too-big-to-fail* podría ser traducido por “demasiado grande para quebrar”. Mishkin se refiere a aquellas situaciones en las que las entidades financieras son rescatadas por el gobierno, a pesar de la mala situación de éstas, o bien para evitar un efecto de contagio al resto de las instituciones del sector o bien por motivos políticos.

independencia política necesarios para que dichos órganos lleven a cabo correctamente su labor de vigilancia. En sexto lugar, recomienda el establecimiento de mecanismos de vigilancia de los propios supervisores y, en séptimo y último lugar, la restricción del auto-préstamo. El auto-préstamo se define, en este caso concreto, como el préstamo por parte de una institución financiera a los accionistas o gestores de la propia entidad. Los riesgos del auto-préstamo derivan del hecho de que, generalmente, las entidades no harán un seguimiento tan exhaustivo de los riesgos de este tipo de préstamos como en el caso de préstamos concedidos a personas o entidades no vinculadas a la institución bancaria. Esta falta de vigilancia puede incentivar a los receptores del préstamo a aventurarse en inversiones demasiado arriesgadas.

Además de las medidas relacionadas con la regulación prudencial, Mishkin (2001) propone otras medidas que pueden contribuir a mejorar el sistema de regulación y supervisión en su conjunto. Éstas son las siguientes. Por una parte, el autor aboga por la mejora de los estándares contables, de modo que tanto supervisores y reguladores, de un lado, como los agentes que participan en el mercado, del otro, dispongan de más y mejor información. Así, las agencias de control podrían llevar a cabo su labor de forma más eficaz y los agentes privados podrían evaluar correctamente los riesgos y rentabilidades de sus proyectos de inversión. Por otra parte, Mishkin (2001) propone el refuerzo del sistema legal del país emergente sobre todo en lo que se refiere a legislación sobre avales y sobre quiebra y suspensión de pagos. Además, el autor considera que las labores de vigilancia no deberían depender únicamente del sector público y que los gobiernos deberían abrir la puerta a que el mercado compartiera esta labor de vigilancia. Una forma de otorgar esta capacidad de vigilancia al sector privado sería imponiendo a determinados bancos la obligación de emitir deuda subordinada. La deuda subordinada es una deuda no garantizada que, se supone, permite medir la calificación que le da el mercado al banco emisor. Si la deuda cotiza un precio alto, esto significa, en teoría, que el mercado, después de evaluar correctamente la situación de la entidad,

considera que su gestión es la adecuada. Por último, Mishkin (2001) señala la importancia de limitar, de algún modo, el endeudamiento de la banca local con otras instituciones extranjeras. No obstante el autor no propone ninguna medida concreta para llevar a cabo dicha limitación.

Brownbridge y Kirkpatrick (2000) también proponen una serie de medidas para el refuerzo de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera en los países no desarrollados. Sus recomendaciones no son tan generales como las que plantea Mishkin (2001). Como se verá a continuación, las soluciones propuestas por Brownbridge y Kirkpatrick (2000) responden en mayor medida que las de Mishkin (2001) a los problemas concretos planteados a lo largo de esta tesis. Las medidas propuestas por estos autores son las siete siguientes. En primer lugar, se recomienda el refuerzo de los requisitos de capital, basándose en las propuestas del Banco de Pagos Internacionales<sup>195</sup>. Según los autores, los grados mínimos de adecuación del capital deberían superar, en los países no desarrollados, el mínimo de 8% que recomienda el Banco de Basilea. Asimismo y en segundo lugar, por lo que respecta a la ponderación de los riesgos de los distintos tipos de crédito en el cálculo del ratio, éstos deberían adaptarse a las condiciones específicas de las economías no desarrolladas, por ejemplo, elevando la ponderación de los créditos de mayor riesgo. En tercer lugar, Brownbridge y Kirkpatrick (2000) abogan por la restricción de determinados tipos de crédito, en concreto, de los créditos concedidos a proyectos de alto riesgo como inversiones en bolsa o en el mercado inmobiliario. En cuarto lugar, se recomienda un conjunto de medidas encaminadas a restringir la actividad financiera, como, por ejemplo, el control de los tipos de interés de depósito o las barreras a la entrada en el sector financiero. En quinto lugar, se propone la institucionalización de la normativa sobre regulación y supervisión. Además de estas cinco medidas, Brownbridge y Kirkpatrick (2000) coinciden con Mishkin (2001) en las dos propuestas

---

<sup>195</sup> Las propuestas del BPI serán analizadas con mayor detalle en las conclusiones de este epígrafe.

siguientes: por una parte, dotar a los reguladores y supervisores de una mayor autonomía política a la vez que se refuerzan los mecanismos de control de su actividad reguladora y supervisora y, por otra, compartir en mayor medida las funciones de vigilancia con el mercado. Esto último podría llevarse a cabo obligando a determinadas entidades a emitir deuda subordinada (como ya se señaló al repasar las propuestas de Mishkin) pero también reforzando la labor de calificación de riesgos llevada a cabo por las agencias de *rating*. Los propios autores se muestran algo escépticos con respecto a la eficacia del mercado en su labor de vigilancia, especialmente si se trata de economías emergentes o de países no desarrollados.

Por su parte, Goldstein y Turner (1996) realizan un extenso estudio de las medidas que podrían adoptarse para reforzar los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera. Muchas de las medidas ya han sido mencionadas al repasar las propuestas de Mishkin (2001) y Brownbridge y Kirkpatrick (2000). Sin embargo, el estudio de Goldstein y Turner (1996) aporta, por una parte, una serie de propuestas que están más relacionadas con los problemas concretos de regulación y supervisión que se han ido señalando a lo largo de esta tesis –como son las medidas encaminadas a reducir los desajustes característicos de los sistemas bancarios de países no desarrollados– y, por otra parte, estos autores proponen una serie de soluciones para solventar algunos de los problemas planteados pero no resueltos en las dos propuestas anteriores. Este es el caso de, por ejemplo, la mejora de los sistemas de contabilidad.

Goldstein y Turner (1996) señalan problemas que se han considerado clave a lo largo de esta tesis: los desajustes de liquidez, vencimiento y moneda que suelen aparecer, bajo determinadas circunstancias, en los balances bancarios de las economías emergentes. Para superar este tipo de problemas, los autores proponen tres soluciones. La primera de ellas consiste en mantener unos requisitos de reservas altos. De este modo, en caso de que surgieran

problemas en la red bancaria, las reservas acumuladas podrían reinvertirse en el sistema en forma de liquidez. La segunda solución estriba en mantener, en el banco central, unos altos niveles de reservas internacionales. Aunque, en un principio, esta medida parece estar más encaminada a solucionar los problemas que surgen después del estallido de la crisis, y no antes, lo cierto es que podría contribuir a una mayor estabilidad financiera del sistema en épocas de normalidad. La tercera medida estaría encaminada a evitar la fuerte entrada de capitales denominados en moneda extranjera y con vencimientos a corto plazo. Para resolver este problema, Goldstein y Turner (1996) recomiendan la promoción de mercados locales de deuda a largo plazo más amplios.

Además, Goldstein y Turner (1996) insisten en la necesidad de mejorar los sistemas de contabilidad del sector financiero. Para ello, habría, en primer lugar, que homogeneizar a escala internacional ciertas partidas como son los créditos de dudoso cobro. Asimismo, recomiendan la contabilización de las inversiones en cartera al precio de mercado, y no al precio de adquisición, que es como se contabiliza en gran número de países. En tercer lugar, la normativa contable debería exigir un refuerzo de las dotaciones de provisiones por pérdidas. En definitiva, los autores abogan por la homogeneización, en general, de los sistemas contables a nivel internacional. Así, los balances bancarios de un determinado país podrían ser interpretados más fácilmente por un agente financiero extranjero.

## 2. TRABAS A LA IMPLANTACIÓN DE UN SISTEMA ADECUADO DE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LA ACTIVIDAD FINANCIERA

Este epígrafe repasará brevemente los principales problemas que surgen en la implantación de un sistema eficaz y adecuado de regulación y supervisión de la actividad bancaria. Estos problemas pueden dividirse en dos categorías. Por una parte están los problemas generales derivados del diseño e

implantación de un sistema de estas características y, por otra parte, están los problemas derivados de la utilización de determinados instrumentos en el sistema de control. En primer lugar se estudiarán los problemas generales para luego repasar brevemente el segundo tipo de problemas.

### 2.1. Problemas en el diseño e implantación del sistema

Según Caprio (1996) existen varios factores que amenazan la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión. Éstos son básicamente los cuatro siguientes. En primer lugar, la carencia generalizada de información estadística desagregada sobre el sector financiero en los países no desarrollados constituye una traba importante para que reguladores y supervisores lleven a cabo su labor adecuadamente. Esta falta de detalle en los datos del sector bancario impide conocer la situación exacta de cada entidad bancaria, aunque los órganos de supervisión puedan determinar el estado general del sector. En segundo lugar, aunque se establezcan una serie de requisitos de capital, de reservas y de liquidez, ningún sistema de regulación y supervisión es capaz de evitar que “los banqueros se suban a un avión con destino a Las Vegas y se jueguen la totalidad de sus activos en la ruleta” (Caprio, 1996, p. 8).

En tercer lugar, existe una serie de problemas relacionados con el equipo de reguladores y supervisores. Por una parte, resulta muy difícil para los países no desarrollados formar y conservar a supervisores competentes. Esto es así porque, en la mayoría de los países, el sueldo de dichos supervisores es muy inferior al que éstos podrían percibir en el sector financiero privado. Por otra parte, los supervisores no suelen tener la capacidad para estar al día de todos los cambios e innovaciones de los mercados financieros, dada la rapidez de dichos cambios. Así, por ejemplo, incluso en países ricos como los Estados Unidos, los supervisores suelen estar más pendientes de los problemas de recalentamiento en el sector inmobiliario o bursátil que de los movimientos en los mercados de derivados financieros. En otras palabras, los supervisores se

concentran en vigilar los riesgos tradicionales sin estar alertas sobre las posibles nuevas fuentes de riesgo. Además, según Caprio (1996), los supervisores suelen sufrir una fuerte presión política que les impide actuar libremente en su labor de vigilancia.

Por último, el autor señala que, por todos estos motivos, la implantación de un sistema de regulación y supervisión eficaz es, sobre todo, un proyecto muy caro. Este problema afecta especialmente a los países subdesarrollados y a las economías emergentes que, no solamente no disponen de los recursos de los que disponen países más ricos, sino que además tienen otros proyectos de inversión prioritarios frente a la vigilancia financiera como pueden ser proyectos educativos o sanitarios. De hecho, como puede observarse en el estudio de Mishkin (2001) sobre regulación y supervisión, muchas de las políticas recomendadas en materia de regulación y supervisión no se han adoptado en Estados Unidos –probablemente uno de los países del mundo con más recursos para implantar este tipo de medidas– hasta mediados de los años noventa. Con lo que las probabilidades que existen de que los países no industrializados logren implantar sistemas como los que recomiendan los autores repasados en el anterior epígrafe son más bien remotas.

Además, según Garber (1996 y 1998), otro problema relacionado con el diseño y la eficacia de un sistema de regulación y supervisión financiera es la fácil evasión de las medidas de regulación mediante el uso de productos financieros derivados. Esto se estudiará con más detalle en el último epígrafe de este capítulo (epígrafe E).

## 2.2. Problemas relacionados con determinados tipos de instrumentos

Además de los problemas generales que se plantean en el diseño e implantación de un sistema adecuado de regulación y supervisión de la actividad financiera, también surgen algunos problemas relacionados con el

uso de determinados instrumentos para llevar a cabo las labores de regulación y vigilancia. Los principales problemas derivan del uso de cinco tipos de instrumentos que son los requisitos de reservas, los de liquidez y los de capital, además de las restricciones a determinados tipos de crédito y la participación del mercado en las labores de vigilancia. A continuación se detallan los inconvenientes que se derivan del uso de cada uno de estos instrumentos.

Los requisitos de reservas pueden resultar muy problemáticos. En primer lugar, la existencia de estos requisitos implica un coste para la entidad financiera que se ve obligada a dotarlos. Al fin y al cabo el requisito de reservas es una fracción de los depósitos que queda bloqueada en el banco central de modo que la entidad bancaria no tiene derecho a invertirla y percibir una rentabilidad por ello. Esto puede, por una parte, alentar a los bancos a buscar otras formas de liquidez que no sean los depósitos bancarios, con lo que el instrumento pierde su eficacia y puede generarse, igualmente, un *boom* de crédito (Goldstein y Turner, 1996). Por otra parte, el banco optará, generalmente, por repercutir el coste del requisito en sus productos, con lo que aumentará el margen bancario provocando una fuga de capitales del sector bancario hacia las instituciones financieras no bancarias. En otras palabras, el requisito de reservas puede generar, según Garber (1996), un proceso de desintermediación bancaria. En segundo lugar, según Garber (1996), los requisitos de reservas son fácilmente eludibles mediante el uso de productos financieros derivados, con lo que su eficacia queda, de nuevo, en entredicho (epígrafe E). En tercer lugar y por último, los requisitos de reservas plantean el problema de que no discriminan entre bancos “malos” y “buenos”. Así, en lugar de reducir la rentabilidad de las inversiones de los bancos más propensos a generar *booms* de crédito, lo hacen en todas las entidades de la red bancaria (Goldstein y Turner, 1996).

La finalidad de los requisitos de liquidez es que los bancos mantengan una cierta cantidad de reservas líquidas de modo que, en caso de que surjan

problemas en la red financiera, dichas reservas puedan venderse rápidamente para hacer frente a los pagos solicitados al banco. El principal problema que plantea este instrumento es la dificultad para evaluar el grado de liquidez de un instrumento financiero (Garber, 1996). Esto puede dar lugar a que las reservas creadas por los bancos no sean suficientemente líquidas y que, en caso de crisis, no puedan venderse con facilidad y afrontar los pagos. En otras palabras, es fácil que los requisitos de liquidez resulten ser ineficaces en caso de crisis (Garber, 1996).

Los requisitos de capital basados en el riesgo de los activos tienen como finalidad contener la expansión de activos clasificados como activos de alto riesgo. Sin embargo, según Garber (1996), esto puede dar lugar al aumento del riesgo de los activos incluidos en dicha categoría. Esto es así porque, al igual que los requisitos de reservas, los de capital implican un coste para la entidad bancaria. Para afrontar este coste, la entidad intentará invertir en activos más rentables que, por lo general, son aquéllos que contienen un riesgo mayor.

No solamente los requisitos de reservas, de liquidez o de capital pueden resultar ineficaces, también pueden serlo las políticas de contención de créditos a actividades especulativas, cuya finalidad es que la inversión se destine a inversiones productivas. Del estudio de la crisis coreana de 1997 (capítulo 5) se puede concluir que, aunque las inversiones especulativas sean arriesgadas *per se*, esto no significa que las inversiones productivas estén libres de riesgos. Como ya se señaló, en los años previos al estallido de la crisis coreana, apenas se produjeron burbujas especulativas en los mercados inmobiliario y bursátil. No obstante, la financiación de inversiones productivas no rentables condujo igualmente al debilitamiento de la estructura financiera de la economía. Por tanto, la contención del crédito destinado a actividades especulativas puede resultar, por sí solo, ineficaz para luchar contra el deterioro de los balances de la red bancaria.

Por último, la idea de compartir las labores de vigilancia con el mercado puede no arrojar los resultados esperados. Brownbridge y Kirkpatrick (2000) señalan que esta medida puede resultar completamente inútil en países no desarrollados, dado el bajo nivel de desarrollo y las escasas capacidades técnicas de los agentes financieros locales. Pero es más importante aún el hecho de que, como se ha visto a lo largo de esta tesis, parece que existe una combinación de elementos en la que se incluyen los problemas derivados de la asimetría de la información que impiden a los agentes financieros, por sofisticados que sean, evaluar correctamente la rentabilidad y el riesgo de los proyectos de inversión que realizan en países subdesarrollados o en economías emergentes. No parece, pues, que la alternativa de descargar a los organismos públicos de ciertas labores de vigilancia y trasladar éstas al mercado sea una opción válida para mejorar la regulación y supervisión de los sistemas financieros. Sobre el caso concreto de delegar las labores de evaluación de riesgos en las agencias de *rating*, ya hemos señalado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.*, 2000) que éstas mostraron ser poco fiables cuando, en los momentos previos al estallido de las crisis asiáticas (así como en pleno estallido de la crisis), los activos asiáticos mantenían las mismas calificaciones que en años anteriores.

Parece que la falta de eficacia es la principal traba que presentan algunos de los instrumentos empleados para la regulación y el control de la actividad financiera. No obstante, algunos estudios econométricos que han tratado de valorar la contribución de los sistemas de control a la salud financiera de los sistemas económicos concluyen que el efecto de estos sistemas en la estabilidad financiera de las economías ha sido positivo. Demirguc-Kunt y Detragiache (1998) sostienen, basándose en el estudio de una muestra de 53 países para el periodo 1980-1995, que la mejora de la calidad del sistema de regulación financiera disminuye las probabilidades de que un sistema financiero liberalizado sufra una crisis bancaria. Asimismo, Rossi (1999) realiza un estudio econométrico para una muestra de 15 países no

industrializados para el periodo 1990-1997 y concluye que la existencia de un sistema fuerte de regulación y supervisión financiera y la implantación de controles de capital provocan una disminución de la fragilidad financiera de la economía y también, por tanto, del riesgo de crisis financiera por fuga de capitales.

### 3. CONCLUSIONES

No existe una normativa internacional sobre refuerzo de los sistemas de regulación y supervisión bancaria o financiera. Como puede verse en el estudio de Brownbridge y Kirkpatrick (2000) o en el de Garber (1996), cada país ha buscado la forma de mejorar dicho sistema, adaptándose a las condiciones específicas de su economía. No obstante, sí se han realizado propuestas para la mejora de los sistemas de regulación y supervisión por parte de organismos internacionales. Dichas propuestas tienen un carácter internacional; esto es, se pretende con ellas la aplicación de unas determinadas medidas en el máximo número de países que participen en el actual proceso de globalización financiera. Algunas de las propuestas son las promovidas por el IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*) sobre supervisión de las actividades de seguros o por el IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) sobre regulación de títulos cotizables. Puede decirse, no obstante, que la propuesta de mayor envergadura y también la más discutida es el nuevo Marco sobre Adecuación del Capital, del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria, perteneciente al Banco de Pagos Internacionales (BPI, 1999b).

El marco del BPI está formado por tres pilares fundamentales. El primero de ellos es conseguir un estándar internacional del cálculo del requisito de capital ponderado por el riesgo de la cartera. Según el BPI, dicho requisito debería ser del 8% y los riesgos de los activos se deberían establecer en función del vencimiento de los créditos, de las características de las instituciones

receptoras del crédito y del tipo de instrumento empleado para el crédito. El segundo pilar sería el refuerzo de la actividad de supervisión del órgano regulador y el tercero la mayor participación del mercado en las labores de vigilancia (Cornford, 2000).

La propuesta del BPI ha recibido críticas por parte de algunos especialistas. La mayoría de estas críticas han ido dirigidas al primer pilar de la propuesta, esto es, al cálculo del requisito estandarizado de capital, pero también al tercer pilar, es decir, a la mayor participación del mercado en el sistema de supervisión y regulación. Por lo que respecta al requisito de capital, Altman y Saunders (2000) argumentan que la clasificación de los riesgos de los activos empleada para ponderar el requisito de capital es demasiado agregada. En otras palabras, estos autores sugieren que las categorías de riesgo contienen activos demasiado diferentes como para recibir la misma ponderación. Por ejemplo, no tiene sentido darle un *rating* de 1 a todas las entidades financieras norteamericanas, independientemente de la calidad de la gestión de cada entidad por separado. Además, según Acharya (2000), la homogeneización internacional de los requisitos de capital sólo tiene sentido si se homogeneizan también a escala internacional las políticas de rescate. En el caso contrario, la aplicación indiscriminada del requisito de capital del Banco de Basilea podría provocar serias inconsistencias entre políticas financieras que podrían desembocar en el estallido de una crisis. En cuanto al tercer pilar, esto es, las labores de vigilancia del mercado, ya se ha señalado que, a juzgar por las labores de evaluación de riesgos elaboradas hasta la fecha por agentes privados y dada la naturaleza de los mercados financieros internacionales, éstas pueden ser ineficaces. A esto, Altman y Saunders (2000) añaden que supeditar las decisiones de inversión a las calificaciones de riesgo de las agencias de *rating* puede dar lugar a un comportamiento pro-cíclico de la rentabilidad y el riesgo de los activos.

En términos más generales, la UNCTAD (2001a) denuncia el hecho de que las propuestas realizadas hasta la fecha, a iniciativa de organismos internacionales, tienen un claro sesgo a favor de los intereses de los países ricos y que, por tanto, dichas medidas pueden resultar ineficaces o, incluso, contraproducentes en países subdesarrollados o en economías emergentes. Por último, puede decirse que las medidas propuestas por el BPI no están destinadas a responder a todos y cada uno de los problemas planteados a lo largo de esta tesis, tanto desde un punto de vista teórico (capítulo 2) como empírico (capítulos 4 y 5).

El estudio de las propuestas teóricas sobre sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera ha puesto de manifiesto que existen, en este ámbito, importantes lagunas en la literatura económica. No existen propuestas homogéneas que permitan la comparación y evaluación de las mismas. Además, muchas de estas propuestas pueden resultar siendo ineficaces o contraproducentes. En un plano estrictamente empírico, no parece que los organismos internacionales encargados de promover la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión hayan hecho propuestas amplias y contundentes para afrontar el problema. Es más, algunas de estas propuestas, en concreto la del BPI, han resultado ser polémicas. Así pues, si bien puede decirse que, a la luz de lo estudiado a lo largo de esta tesis, los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera en general y bancaria en concreto son elementos clave para prevenir la aparición de fragilidades en el sector financiero, ni la literatura económica ni los organismos internacionales competentes han sabido valorar aún la importancia del problema.

## D. CONTROLES DE CAPITAL

Otro de los factores que subyacen, teóricamente, al alto volumen y a las particulares características<sup>196</sup> de las entradas de capital extranjero en los países no desarrollados es la ausencia de controles de capital. En concreto, la ausencia de controles de capital promueve el alto volumen de las entradas y el corto vencimiento y/o volatilidad de dichas entradas. Dicho de otro modo, el objetivo de la implantación de controles de capital (en paralelo al proceso de liberalización financiera) evitaría en parte –al menos según el esquema teórico planteado en el segundo capítulo de esta tesis– la entrada masiva de capital extranjero y que gran parte de ésta venciera a corto plazo y/o fuera volátil. Según varios autores, los controles de capital presentan una serie de ventajas adicionales como, por ejemplo, que permiten una mayor independencia de la política monetaria del país receptor de capital o que evitan el recalentamiento de la economía. Algunas de estas ventajas serán repasadas en el primer apartado de este epígrafe. Recuérdese, además, que ya se señaló en los estudios de las crisis financieras de México y de Corea del Sur que ninguno de los dos países implantó controles de capital al iniciar su proceso de reforma financiera.

Los controles de capital podrían definirse como todas aquellas acciones de política económica destinadas a restringir la libre movilidad del capital hacia dentro o hacia fuera del país que las implanta, independientemente de que los agentes involucrados sean financieros o no financieros. Visto así, existen medidas que podrían ser consideradas tanto controles de capital como formas de regulación y supervisión de la actividad financiera. Por ejemplo, ya se señaló que, según Mishkin (2001), la regulación y supervisión debería centrarse, entre otras cosas, en limitar el endeudamiento de la banca local con instituciones financieras foráneas. La medida que se adoptara en este sentido

---

<sup>196</sup> Recuérdese que estas características son que el capital entra en forma de deuda, que vence a corto plazo (y/o es volátil) y que está denominado en moneda extranjera sin que los agentes se cubran del riesgo de tipo de cambio.

también podría considerarse un control de capital ya que es una forma de restringir las entradas de capital extranjero. En otras palabras, los controles de capital y la regulación y supervisión de la actividad financiera coinciden en aquellas medidas cuya finalidad sea alterar el volumen y/o la estructura de las entradas de capital foráneo cuyos receptores sean las instituciones financieras locales.

Los controles de capital pueden dividirse, como ya hemos señalado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.*, 2000) en dos categorías principales que son los controles a la entrada y los controles a la salida. Los controles a la entrada son los que están destinados a restringir la libre entrada de capital extranjero. En definitiva, su finalidad es evitar que se produzca un *boom* de entradas de las características de los que se produjeron en los años previos a las crisis de México y de Corea del Sur (capítulos 4 y 5). Los controles a la salida, por su parte, pretenden restringir la libre salida de capital. En otras palabras, pretenden cortar la fuga de capitales que se produce una vez desencadenados los ataques especulativos que desembocan en crisis financieras como las de México o Corea del Sur. Así pues, los controles a la salida constituyen una medida correctiva y no preventiva de una crisis financiera: una vez empezados los ataques, se trata de evitar, en la medida de lo posible, que el ahorro abandone el país.

Éste es el motivo por el que en este epígrafe no se van a estudiar los controles a la salida. Como ya se ha señalado en repetidas ocasiones a lo largo de este capítulo, se trata de hallar aquellas medidas que permitan evitar las crisis financieras y no corregir sus efectos una vez que dichas crisis han estallado. En primer lugar, se repasarán brevemente los mecanismos de funcionamiento de algunos controles de capital (en concreto el del encaje chileno y el de la tasa Tobin). En los apartados segundo y tercero, se plantearán las principales ventajas e inconvenientes que presentan, desde un punto de vista teórico, los controles de capital a la entrada. En cuarto y último lugar, se

repasará escuetamente la literatura económica que ha tratado de contrastar empíricamente las principales ventajas y desventajas mencionadas en los apartados 2 y 3.

## 1. ALGUNAS PROPUESTAS DE CONTROLES DE CAPITAL

Antes de estudiar las ventajas e inconvenientes de los controles de capital a la entrada, conviene, quizás, ofrecer una breve descripción de dos controles: el encaje chileno y la tasa Tobin. El motivo por el que esta breve descripción parece relevante es simplemente porque estos dos tipos de controles han sido muy discutidos en la literatura económica en los últimos años y porque su popularidad –en concreto la de la tasa Tobin– ha rebasado las fronteras de la discusión académica convirtiéndose incluso, para algunos, en un símbolo del movimiento anti-globalización.

El encaje chileno es un control a la entrada de capitales que consiste en un requisito de reservas no remunerado (es decir, un depósito no remunerado en el banco central). Se calcula como un determinado porcentaje del volumen de determinadas entradas de capital extranjero en el país. Chile estableció, en 1991, un encaje del 20% aplicable a los nuevos créditos. La duración del depósito dependía del vencimiento del crédito (depósitos entre 90 días y un año) y el depósito debía estar denominado en la misma moneda en la que estaba denominado el crédito. En los años que siguieron, las autoridades chilenas fueron modificando el encaje, adaptándolo a las nuevas necesidades y es que los inversores internacionales habían hallado la forma de eludir el encaje tal y como estaba configurado. Ante esta situación, las autoridades decidieron ir cerrando las brechas por las que se colaban los inversores<sup>197</sup>. Así, en 1992, la tasa del encaje fue elevada al 30%, el depósito ampliado a un año, cualquiera que fuera el vencimiento del crédito y las categorías de flujos se ampliaron

---

<sup>197</sup> Los problemas de la evasión y la eficacia serán estudiados con mayor detalle en el último epígrafe de este capítulo.

para cubrir los créditos asociados a las inversiones extranjeras directas. Las autoridades chilenas volvieron a modificar el encaje en 1995 de modo que cubriera todo tipo de inversiones en cartera. Finalmente, el encaje tuvo que ser eliminado en 1998, ante la presión sobre el peso que supuso el contagio de las crisis asiáticas: en junio, el encaje se redujo al 10% y en septiembre, al 0% (De Gregorio *et al.*, 2000).

La tasa Tobin difiere considerablemente del encaje chileno, no solamente en su diseño sino también porque, a pesar de haber sido largamente debatida y de haber transcurrido ya más de veinte años desde su creación –la tasa Tobin fue diseñada por James Tobin en 1978– jamás ha sido puesta en práctica debido a su complejidad técnica y también a factores políticos. La tasa Tobin es un impuesto<sup>198</sup> sobre las transacciones realizadas en el mercado de divisas a un tipo fijo de, por ejemplo, 1%.

El hecho de que el gravamen sea fijo hace que el impuesto afecte en mayor medida a las inversiones a corto plazo frente a las inversiones a largo plazo (De Grauwe, 2000). Por ejemplo, si un banco norteamericano desea conceder un crédito de 1 millón de dólares a tres meses a una entidad bancaria mexicana y desea que el crédito esté denominado en pesos mexicanos, entonces el banco estadounidense deberá pagar un impuesto de 10.000 dólares en el momento de la concesión del crédito (al cambiar dólares por pesos) y otros 10.000 dólares en el momento de la devolución del crédito (al cambiar pesos por dólares). Es decir, la rentabilidad trimestral está disminuyendo en 20.000 dólares<sup>199</sup>. Si, en cambio, el vencimiento del mismo crédito es de un año y no de tres meses, el impuesto será el mismo (20.000 dólares) a restar de la rentabilidad anual del crédito. En definitiva, en el crédito a un año, el peso del

---

<sup>198</sup> Efectivamente, la tasa Tobin es un impuesto y no una tasa. Probablemente el hecho de que se acuñara el término tasa en castellano deriva de una mala traducción del término *tax* en inglés. Como es bien sabido, *tax* se traduce por impuesto y no por tasa.

<sup>199</sup> En este ejemplo se está presuponiendo, para facilitar la explicación, que los intereses del crédito se pagan junto con el principal del crédito en el momento del vencimiento de éste.

impuesto merma cuatro veces menos la rentabilidad de la operación. Para que un impuesto de estas características surta el efecto deseado, esto es, desincentivar los movimientos internacionales de capital a corto plazo, éste impuesto habría de ser aplicado al menos en los centros financieros más importantes. Ésta traba constituye, como se verá más adelante, uno de los principales obstáculos a la implantación de la tasa Tobin.

## 2. VENTAJAS DE LOS CONTROLES DE CAPITAL

El estudio de los controles de capital se ha incluido en este último capítulo porque, en principio, estos controles desincentivan la entrada masiva de capital extranjero y, además, desincentivan especialmente la entrada de capital con vencimiento a corto plazo (Cooper, 1999; Cordella, 1998; Saxena y Wong, 1999). Pero los controles a la entrada presentan, además, una serie de ventajas adicionales.

En primer lugar, los controles de capital a la entrada ayudan, en principio, a aumentar el control monetario de las autoridades del país receptor de capital (Cooper, 1999; Saxena y Wong, 1999). Los controles a la entrada disminuyen el grado de integración financiera internacional, con lo que los movimientos de los tipos de interés locales ya no están tan supeditados a los movimientos de los tipos de interés internacionales<sup>200</sup>. Esto permite a las autoridades monetarias del país que implanta los controles manejar sus tipos de interés más en función de sus necesidades internas que de los vaivenes externos. En cualquier caso, los controles de capital no ofrecen una independencia total en materia monetaria: son sólo una restricción a la liberalización financiera y no una anulación de la misma –lo cual, por otra parte, carecería de sentido si las autoridades han elegido emprender un proceso de liberalización financiera–.

---

<sup>200</sup> En este sentido, los controles de capital presentan la misma ventaja que presenta, en teoría, un régimen cambiario de tipo de cambio flexible (epígrafe B).

En segundo lugar, los controles de capital evitan, en principio, que se produzca una pérdida de competitividad debida a la apreciación de la moneda. En efecto, la apreciación de la moneda puede ser fruto de una entrada excesiva de capitales. Si se imponen controles a la entrada que permiten reducir el volumen de entradas, entonces puede evitarse la apreciación de la moneda y la consiguiente pérdida de competitividad (Cooper, 1999). Recuérdese que México sufrió este problema en el periodo previo al estallido de la crisis de 1994 (capítulo 4). La apreciación del peso afectó a la balanza comercial doblemente: por una parte redujo la competitividad de los productos de exportación mexicanos en los mercados internacionales y, por otra y como consecuencia de los anterior, actuó como desincentivo para que las inversiones se destinaran a las industrias exportadores, dada la caída de la rentabilidad de dichas industrias.

En tercer lugar, según Cooper (1999), los controles de capital pueden redundar en una mejora de la asignación de los recursos. Efectivamente, si no existen distorsiones iniciales en los mercados, los controles de capital darían lugar, siguiendo un razonamiento convencional, a una asignación ineficiente de los recursos; pero dada la existencia de unas distorsiones previas de los mercados, los controles de capital pueden contribuir a compensarlas. Pero todo esto se analizará con mayor detalle en el siguiente apartado.

En cuarto lugar, los controles de capital a la entrada resultan indispensables si el país está llevando a cabo una política industrial activa, incentivando el crecimiento de determinados sectores de la producción frente a otros. Haciendo uso de los controles de capital a la entrada, las autoridades pueden, por una parte, dirigir las entradas de inversión extranjera directa hacia los sectores considerados prioritarios (Cooper, 1999) y, por otra, evitar la entrada de capitales que, por su naturaleza, resultaran inútiles o peligrosos como forma de financiación para proyectos de inversión industrial de gran envergadura. Recuérdese que, precisamente, Corea del Sur tuvo que

enfrentarse a este segundo tipo de problema: gran parte de las entradas de capital volátil y a corto plazo fue empleada para financiar el sobredimensionamiento de los conglomerados industriales locales, lo cual generó un fuerte desajuste de vencimientos en el sector financiero local (capítulo 5). Sobre los controles de capital como instrumento para frenar la entrada excesiva de inversión extranjera directa, Saxena y Wong (1999) añaden que los controles pueden servir también como un medio para evitar el expolio de recursos naturales por parte de multinacionales o para evitar la aparición de monopolios en determinados sectores.

### 3. INCONVENIENTES DE LOS CONTROLES DE CAPITAL

Los principales argumentos en contra de la implantación de controles de capital, ya sean a la entrada o a la salida, son, en realidad, argumentos a favor de la libre movilidad del capital. El segundo capítulo de esta tesis, en el que se plantea una explicación teórica de los vínculos que unen un proceso de globalización financiera con el estallido de una crisis financiera en una economía emergente es, en realidad, explícita o implícitamente, una crítica a las bondades de la liberalización financiera y del libre movimiento de capital a escala internacional. Si los capitales internacionales se invierten o desinvierten en función de euforias y pánicos, sobre la base de una información insuficiente y distorsionada, cuesta creer que esto case con una asignación más eficiente de los recursos a escala mundial o con el papel del mercado como regulador y supervisor de los gobiernos. Y es que, según los defensores de la libre movilidad del capital o, lo que es lo mismo, según los detractores de los controles de capital, dos de las principales ventajas de la libre movilidad son precisamente la asignación más eficiente los recursos y la capacidad del mercado para regular y supervisar la labor de los gobiernos. Esto se discute brevemente a continuación.

En primer lugar, la literatura más convencional se escuda en que los controles de capital impiden la asignación eficiente de los recursos de capital que se obtendría con una liberalización total de los mercados financieros a escala internacional. En definitiva, sin barreras a la circulación financiera, el capital se invertiría ahí donde obtuviera mayor rentabilidad y, además, la mayor rentabilidad supondría también mayor eficiencia. Algo así como la teoría de las ventajas comparativas aplicada a los movimientos de capital. Además de las críticas a este supuesto que puedan encontrarse a lo largo de esta tesis –en resumidas cuentas, que los capitales no viajan de un lado al otro del mundo siguiendo criterios de eficiencia– Cooper (1999) añade lo siguiente. Como ya se apuntó en el apartado anterior, según el autor, sólo se consigue una asignación óptima de los recursos mediante la liberalización de los mercados si no existen distorsiones previas en dichos mercados. Y es que, según Cooper (1999), existen tres tipos de distorsiones que impiden la asignación eficiente de los recursos en ausencia de controles de capital.

Por una parte, existen las políticas industriales ya mencionadas en el apartado anterior. Si algunos países llevan a cabo este tipo de políticas (fenómeno bastante extendido entre los países no industrializados), se está facilitando la inversión en determinados sectores y, por tanto, desincentivando la inversión en otros. Por otra parte, los diferentes sistemas impositivos también constituyen otra fuente de distorsión. Cada país tiene su sistema tributario con distintos gravámenes para la actividad económica, la mayor o menor carga impositiva supone un mayor o menor coste para la inversión que reduce en mayor o menor medida la rentabilidad de la misma. En un mundo de libre movilidad de capitales, estos capitales se invertirían en los países con menores impuestos (un claro ejemplo son los paraísos fiscales) para obtener una mayor rentabilidad. El criterio con el que se asignarían los recursos sería, pues, la rentabilidad, y ésta no coincidiría con la eficiencia.

La tercera fuente de distorsión que señala Cooper (1999) son los problemas de información. Esto tiene mucho que ver con lo estudiado a lo largo de esta tesis. Cuando se defiende la libre movilidad del capital en pro de una asignación eficiente de los recursos se está presuponiendo que los mercados son transparentes, es decir que la información que se transmite en ellos es completa y perfecta, lo cual implica que los agentes que toman las decisiones de inversión tienen la información suficiente para tomar dichas decisiones, que todos los agentes disponen de la misma información (tanto en calidad como en cantidad) y que todos los agentes hacen uso de toda la información de la que disponen para decidir sobre sus inversiones. Estos puntos ya fueron discutidos al estudiar los mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales y se llegó a las siguientes conclusiones. En primer lugar, existe un problema de asimetría de la información en los mercados financieros mundiales: no todos los agentes financieros disponen de información completa para tomar sus decisiones de inversión y, además, existen desniveles de información entre unos agentes y otros. En segundo lugar, la información tiene un coste, coste al que muchos agentes prefieren no hacer frente, dado que tienen la oportunidad de copiar las decisiones de inversión de aquellos agentes que, según ellos, disponen de la información suficiente para tomar las decisiones de inversión adecuadas (*herding*). Por tanto, los agentes no hacen uso de toda la información disponible. Dados los problemas relacionados con la información en los mercados financieros internacionales, parece aún menos probable que la libertad total de movimientos de capital diera lugar a una asignación óptima de los recursos a escala mundial.

Un segundo argumento que se ha utilizado en contra de los controles de capital, amparándose en las ventajas de la libre movilidad de capitales, es que en este entorno los mercados pueden ejercer una labor de regulación y supervisión del comportamiento de los gobiernos y que esta tarea sólo es posible si los capitales circulan libremente. En definitiva, según este

argumento, los mismos agentes cuyo mecanismo de toma de decisiones acaba de ser descrito son los agentes idóneos para castigar o premiar a los gobiernos por su labor, invirtiendo capitales en los países cuyo comportamiento aprueban y desinvirtiéndolo en aquéllos cuyas políticas desaprueban. A la vista de lo señalado, parece poco probable que los agentes financieros dispongan de la información suficiente y necesaria para evaluar correctamente los parámetros fundamentales de todas las economías en las que invierten.

En definitiva, en esta tesis se rechazan los argumentos en contra de la implantación de controles de capital que se basan en las ventajas de la libre movilidad de capital. Aparte de éstos, existen otros argumentos en contra de los controles de capital. Podría decirse que el más importante es el que pone en duda su eficacia. Este tema es recurrente en la literatura económica de los últimos años, tanto desde una perspectiva teórica como desde un punto de vista empírico. Algunos ejemplos son los textos de Cooper (1999), De Grauwe (2000), De Gregorio *et al.* (2000), Garber (1996 y 1998), Rodrik y Velasco (1999), Agüera y García-Arias (2000) o Saxena y Wong (1999). Puede decirse que existen dos motivos principales por los cuales los controles de capital pueden resultar ineficaces: la escasa factibilidad de su aplicación y la fácil evasión de los mismos.

La tasa Tobin, repasada en el primer apartado de este epígrafe sería un claro ejemplo de la escasa factibilidad de la aplicación de un control de capital. Si la tasa sólo es plenamente eficaz si se aplica en todos o casi todos los países del mundo, entonces dicha eficacia queda en entredicho, dadas las inmensas trabas políticas que supone la aplicación de una tasa uniforme a escala internacional (Agüera y García-Arias, 2000). En cuanto a la evasión de los controles de capital, existen, fundamentalmente, dos vías de evasión de los mismos, siendo ambas medidas de evasión por sustitución de activos (Agüera y

García-Arias, 2000)<sup>201</sup>. La primera de ellas es “re-etiquetando” el tipo de capital. Por ejemplo, si se implantan controles a la entrada de capitales con el único objeto de desincentivar la llegada de flujos volátiles y promoviendo la entrada de capitales más estables como son las inversiones extranjeras directas, es posible que las inversiones en acciones con fines meramente especulativos se disfrazan de inversión extranjera directa para eludir el control. Un claro ejemplo de ello es cómo el encaje chileno tuvo que ir ampliándose a un mayor número de tipos de capital, dado que los inversores lograban camuflar la verdadera naturaleza de sus inversiones. La segunda forma de evasión es haciendo uso de los mercados de productos financieros derivados (De Grauwe, 2000; Garber, 1996 y 1998; Rodrik y Velasco, 1999). Esta forma de evasión se estudia con detalle en el último epígrafe de este capítulo (epígrafe E).

#### 4. CONTRASTACIÓN EMPÍRICA DE LAS VENTAJAS Y LOS INCONVENIENTES DE LA IMPLANTACIÓN DE CONTROLES DE CAPITAL

En este apartado, se repasan las conclusiones de algunos trabajos que estudian qué ventajas e inconvenientes de los controles de capital se dan en la práctica. La mayoría de estos trabajos se han centrado en evaluar la eficacia de los controles de capital en el que aquí se designa como su objetivo principal, esto es, reducir la entrada de capital extranjero y/o alterar su composición. No obstante, algunos autores también han analizado el impacto de los mismos en la independencia de la política monetaria de los países que los adoptan o en el grado de eficiencia en la asignación de los recursos.

Por ejemplo, Johnston y Ryan (1994) evalúan, además del impacto de los controles de capital en las características de las entradas de capital, el efecto de los mismos en la independencia de la política monetaria de los países que los

---

<sup>201</sup> En la evasión por sustitución de activos los agentes utilizan, para canalizar sus operaciones financieras, instrumentos financieros no contemplados en la base imponible del impuesto.

adoptan. Utilizando una muestra de 52 países y analizando el periodo 1985-1992, sostienen que los movimientos de los tipos de interés en los países no desarrollados sugieren que los controles de capital no han sido capaces de aislar las políticas monetarias de los países que los han implantado. Por lo que respecta al impacto de los controles de capital en la eficiencia en la asignación de los recursos Bennett *et al.* (1993) sugieren que este impacto no ha sido negativo ya que se han aplicado cuando las entradas de capitales eran temporales y no beneficiosas para el crecimiento. Además, otro argumento a favor de los controles de capital en este sentido sería el que algunos autores como Eatwell (1996) sugieren: que la libre movilidad de capitales no ha dado lugar a una mayor eficiencia en la asignación de los recursos. De haber habido un aumento de la eficiencia, se habría producido un desplazamiento neto de la inversión hacia aquellos países que el autor designa “ricos en oportunidades”. No obstante, la observación de los movimientos de capital en las últimas décadas indica que, aunque los movimientos brutos de capital han sido muy importantes, no se puede decir lo mismo de la inversión neta. Dicho de otra manera, parece que los capitales salen y vuelven a sus lugares de origen constantemente. Este fenómeno desafía seriamente la hipótesis convencional del aumento de la eficiencia.

En cuanto al efecto de los controles a la entrada de capital en el volumen y composición de las entradas de capital parece que hay cierto consenso con respecto a la eficacia de dichos controles en alterar la composición de las entradas, alargando el vencimiento de las mismas. No parece, no obstante, que los controles hayan sido igualmente exitosos en reducir el volumen de las entradas. Edwards (1999) y De Gregorio *et al.* (2000) estudian los efectos del encaje chileno y concluyen que con el encaje se redujeron las entradas de capital a corto plazo pero que el total de entradas aumentó. El hecho de que las entradas totales no se redujeran significa también que el encaje no fue eficaz como medida para paliar la apreciación del tipo de cambio. Estos resultados coinciden con los que obtienen Rodrik y Velasco (1999) sobre el encaje

chileno. Además, estos autores evalúan el impacto de otros controles de capital a la entrada, como los impuestos por Malasia en 1994, y concluyen lo mismo que para el encaje chileno<sup>202</sup>: tras el establecimiento de los controles, las entradas de deuda extranjera a corto plazo en Malasia se redujeron considerablemente.

## 5. CONCLUSIÓN

Puede decirse que la principal desventaja que presentan los controles de capital es que pueden ser ineficaces en el cumplimiento de los objetivos para los que se implantan. Esto es así, sobre todo, porque los controles son fácilmente eludibles. La forma de eludirlos dependerá de las características técnicas del control pero parece que, en este sentido, la mayor amenaza proviene del mercado de productos financieros derivados. Recuérdese que se trata del mismo mercado que amenaza con anular la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera.

Pero el encaje chileno es un buen ejemplo de que los controles de capital pueden, con sus más y sus menos, alcanzar sus objetivos o, al menos, uno de ellos que es la disminución de la entrada de capital extranjero volátil. Este objetivo es, además, crucial desde el punto de vista de la cadena de acontecimientos que se señala en esta tesis y según la cual un proceso de globalización financiera aumenta las probabilidades de que se produzcan crisis financieras en economías emergentes. Es cierto que, como se señaló en el primer apartado de este epígrafe, el encaje tuvo que ir modificándose a medida que los agentes financieros internacionales hallaban el modo de eludir el control. También es cierto que el encaje no pudo evitar la fuga de capitales de Chile como consecuencia del contagio de las crisis asiáticas. En este sentido,

---

<sup>202</sup> Estos controles consistían en prohibir la venta de determinados títulos cotizables a corto plazo a no residentes y en cargar una prima sobre el tipo de interés de depósitos bancarios a corto plazo de no residentes en bancos comerciales locales.

puede decirse que el encaje es eficaz para paliar los efectos internos de la globalización en las economías emergentes pero no sus efectos externos (ver capítulo 2). Pero estas experiencias no deberían llevar al rechazo de la implantación de controles de capital sino que deberían servir de lección para el diseño futuro de controles de capital.

## **E. REGULACIÓN DEL MERCADO DE PRODUCTOS FINANCIEROS DERIVADOS**

En el segundo capítulo de esta tesis, se establece, desde un punto de vista teórico, que el uso de productos financieros derivados puede dar lugar al aumento de la volatilidad en los mercados financieros. Este aumento de la volatilidad se produce, en principio, mediante dos vías. Por una parte, los modelos matemáticos que se emplean para calcular los precios de los derivados fuerzan una mayor dispersión de los mismos. Por otra parte, los derivados pueden acentuar la tendencia de los precios de sus subyacentes dando lugar a una mayor volatilidad en los precios de dichos activos subyacentes. En el tercer capítulo, se observa que la literatura empírica no ha llegado a resultados concluyentes sobre el impacto de los derivados en el comportamiento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales.

Además, de los estudios realizados en este último capítulo sobre regulación y supervisión de la actividad financiera y sobre controles de capital, se desprende la posibilidad de que los derivados planteen un riesgo añadido para los mercados financieros internacionales. Y es que los derivados permiten eludir las normativas gubernamentales sobre regulación y supervisión de la actividad financiera y sobre controles de capital. Si la principal amenaza a la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión y de los controles de capital es el uso de productos financieros derivados, entonces hay que buscar el modo de regular estos instrumentos financieros con el fin de que no interfieran en otras medidas de política económica. Si los mercados de derivados son tan peligrosos como señalan De Grauwe (2000) o Garber (1996 y 1998), entonces los académicos, gobiernos y organismos supranacionales deberían considerar la posibilidad de supervisar y regular los mercados de productos financieros derivados como una prioridad en la prevención de crisis financieras. Por este motivo, en este epígrafe se estudia, en primer lugar, mediante qué mecanismos los derivados financieros permiten eludir tanto los sistemas de regulación y

supervisión financiera como los controles de capital a la entrada y, en segundo lugar, se repasan las medidas de regulación y supervisión que pueden contribuir a aumentar el control sobre este tipo de instrumentos financieros.

## 1. EVASIÓN DE LA REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN FINANCIERA Y DE LOS CONTROLES DE CAPITAL MEDIANTE EL USO DE DERIVADOS

Son varios los autores que han denunciado la posibilidad de que los derivados permitan a los agentes financieros internacionales evadir los controles de capital y/o las normas de regulación y supervisión financiera (De Grauwe, 2000; Garber, 1996 y 1998; Fender y Von Hagen, 1998; Rodrik y Velasco, 1999). En este apartado se verá, en primer lugar, cómo pueden evadirse las normas de regulación y supervisión, para luego estudiar cómo los derivados pueden anular la eficacia de los controles de capital.

### 1.1. Evasión de las normas de regulación y supervisión bancaria

Por lo que respecta a las medidas de regulación y supervisión bancaria, Fender y Von Hagen (1998) señalan que los derivados contribuyen a que se reduzcan las barreras entre mercados financieros (por ejemplo, mercados de préstamos, mercados de seguros...), con lo que se reduce la eficacia de la supervisión de dichos mercados. Pero el autor que, sin duda, más ha contribuido a explicar cuáles son estos mecanismos de evasión es Garber (1996 y 1998). Garber (1996) insiste en que son, sobre todo, los derivados OTC los que permiten evadir este tipo de medidas. Recuérdese que los OTC son productos derivados que no se comercian en los mercados oficiales de derivados sino que son contratos privados entre dos partes y no intermediados por una cámara de compensación, a diferencia de los derivados de cotización oficial. Al no cotizar en mercados oficiales, los OTC son mucho más opacos que los derivados estandarizados.

Para explicar cómo se eluden las normas de regulación y supervisión bancaria mediante el uso de derivados OTC, Garber (1996) recurre a un ejemplo concreto: el de la evasión de las normas de regulación bancaria mexicanas mediante el uso de bonos estructurados<sup>203</sup>. Según Garber (1996) la compra de este tipo de derivados por parte de bancos mexicanos a bancos estadounidenses fue una práctica habitual en México en 1994, una vez que se habían desencadenado los ataques especulativos. Estos bonos estructurados estaban denominados en dólares. En este tipo de instrumento, el interés se establece en función del valor nominal del derivado pero el principal de deuda a devolver depende, en este caso concreto, de la cotización del dólar con respecto al peso mexicano. Si el peso se devaluara, por ejemplo, un 50%, el bono adquirido por 1 dólar supondría una devolución, por parte del banco mexicano, de 3 dólares<sup>204</sup>. No obstante, según la normativa contable mexicana, los bancos podían registrar la compra de bonos estructurados al precio de compra, independientemente de cuál fuera el importe total de la devolución. En otras palabras, las entradas de deuda extranjera a corto plazo se contabilizaban por un valor que podía llegar a ser tres veces inferior al valor real de la entrada (dado el importe de la devolución). Aunque la Comisión Nacional Bancaria restringía las posiciones netas con el extranjero en un 15% del capital, los bancos mexicanos tenían la oportunidad, mediante el uso de este tipo de bonos, de burlar esta norma, alcanzando posiciones con el extranjero de hasta 45% de su capital, o incluso más.

## 1.2. Evasión de los controles de capital

Garber (1998) también analiza cómo pueden utilizarse los derivados financieros para eludir los controles de capital. A continuación, se presentan dos ejemplos concretos de cómo evadir dichos controles. En primer lugar

---

<sup>203</sup> Un bono estructurado es un activo de renta fija ligado a un producto derivado.

<sup>204</sup> En el estudio de Garber (1996) pueden encontrarse los detalles de esta operación.

supóngase que en Corea del Sur la compra de acciones locales por parte de no residentes está sometida a algún tipo de control y que existe un inversor extranjero, por ejemplo, estadounidense, interesado en adquirir dichas acciones. El agente norteamericano puede eludir el control de la siguiente manera: basta con que compre a un agente coreano un *swap* sobre una acción coreana en un mercado de derivados *offshore*<sup>205</sup>. En el momento en el que se ejecute el *swap*, el agente norteamericano habrá adquirido la acción coreana sin someterse al control de capital.

Otra forma de eludir los controles de capital a la entrada mediante el uso de productos financieros derivados es utilizando éstos para maquillar la naturaleza de la entrada de capital. Si, por ejemplo, Corea del Sur aplicara controles de capital con el objetivo restringir las entradas de deuda extranjera a corto plazo –siendo más laxa la normativa sobre entradas de inversión en cartera– un banco extranjero que quisiera conceder préstamos a corto plazo a agentes surcoreanos podría seguir la siguiente táctica para eludir el control. El banco extranjero podría adquirir acciones de una determinada compañía coreana y, una vez adquiridas, comprar un *swap* de acciones por deuda a corto plazo. Al no estar sometidos los *swaps* a controles de capital, el agente extranjero consigue la inversión que quería sin someterse a costes adicionales.

Otro autor que ha señalado los peligros de la evasión de controles de capital mediante el uso de derivados financieros es De Grauwe (2000). En concreto, este autor se centra en analizar cómo podría evadirse la tasa Tobin si ésta se implantara. El mecanismo es muy sencillo y similar a los que plantea Garber. La tasa Tobin es un impuesto a las transacciones en divisas y estas transacciones deben hacerse efectivas para que se genere una base imponible. Supóngase ahora que un agente extranjero quiere adquirir won a cambio de dólares porque espera una apreciación del won con respecto del dólar en el

---

<sup>205</sup> Existen mercados *offshore* de *swaps* de acciones en Malasia, Corea y Tailandia, entre otros (Garber, 1998).

siguiente año. Este agente adquiere el equivalente en won a 1 millón de dólares. Al cabo de un año, el dólar se ha depreciado 10% y el inversor extranjero decide revender sus won a cambio de dólares. Por esta operación, se le conceden 1,1 millones de dólares. Si el inversor no recurre al uso de derivados y se somete a una tasa Tobin de 1%, deberá pagar 10.000 dólares en concepto de impuestos en el primer cambio de divisas y 11.000 dólares en el segundo cambio de divisas, esto es, 21.000 dólares en total. Supóngase ahora que el inversor adquiere un *swap* de dólares/won en lugar de comprar won por valor de 1 millón de dólares al principio del periodo. Al no producirse ninguna transacción efectiva de divisas, tampoco se genera un impuesto. Al cabo de un año, lo único que intercambiarán el inversor extranjero y su contraparte serán los beneficios netos del *swap*, y no su principal, por lo tanto, al inversor extranjero le serán entregados 100.000 dólares sobre los que pagará un impuesto de 1%, esto es, 1.000 dólares. Concluyendo, si el inversor extranjero recurre al uso de derivados, podrá evadir la tasa Tobin en gran medida: en lugar de pagar 21.000 dólares de impuestos, tan sólo tendrá que pagar 1.000 dólares.

En definitiva, independientemente de que los productos financieros derivados contribuyan a un aumento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales, existe una justificación para que se emprendan medidas contundentes respecto a su regulación y supervisión. Y es que esta clase de productos invalida las medidas de prevención de crisis financieras tales como la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera o la implantación de controles de capital. Por este motivo, en el siguiente apartado se repasan algunas propuestas sobre regulación y supervisión de los productos financieros derivados.

## 2. ALGUNAS PROPUESTAS SOBRE REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS DERIVADOS FINANCIEROS

Las propuestas sobre la mejora o implantación de unas normas que regulen y supervisen el uso de productos financieros derivados tratan numerosos aspectos como, por ejemplo, los mecanismos para aumentar las dotaciones de provisiones por pérdidas, el diseño de requisitos cuantitativos de liquidez o la implantación de controles cualitativos del riesgo. No obstante, puede decirse que casi todas las propuestas se centran en tres puntos fundamentales. El primero de ellos es la mejora de la información acerca del uso de este tipo de productos. El segundo es el refuerzo de las actividades del organismo regulador de los derivados. Como se verá a continuación, sobre este punto existe un debate sobre cuál podría ser el organismo más indicado para llevar a cabo la labor reguladora. El tercer punto se refiere al aumento de la coordinación funcional e internacional entre agentes reguladores. A continuación, se repasan cada uno de estos tres puntos.

### 2.1. Mejora de la información

Todas las propuestas sobre regulación y supervisión de los productos financieros derivados incluyen la mejora de la información acerca del uso de estos productos como un punto clave (Board *et al.*, 1997; Bockelmann, 1995; Clark, 1997; Jouini, 1996). La falta de información sobre estos productos y sobre los mercados en los que se comercian ya ha sido resaltada en esta tesis (capítulo 3). Y es que un mayor volumen de información contribuiría a reducir la asimetría de la información tanto entre los agentes que participan en estos mercados como entre dichos agentes y los organismos públicos encargados de su regulación y supervisión. Pero, además, sin información suficiente, cualquier mejora de las capacidades de regulación del órgano competente o una mayor coordinación funcional o internacional de las actividades de regulación carecen de sentido. En otras palabras, la mejora en la recopilación de

información sobre el uso de productos financieros derivados es una condición *sine qua non* para el conjunto de mejoras de la regulación y la supervisión del uso de productos financieros derivados.

Ya se mencionó que la carencia de información es mayor en las operaciones con los derivados OTC que en las operaciones con derivados que se comercian en mercados oficiales. También se señaló que son los OTC los que resultan más eficaces para evadir las regulaciones financieras y los controles de capital. Asimismo, Bockelmann (1995) señala que las mayores pérdidas en operaciones con derivados se han producido precisamente en los mercados OTC que son, además, los menos regulados. Por todo ello, los esfuerzos para una mayor y mejor recopilación de información deberían centrarse en los mercados de derivados OTC.

Según Board *et al.* (1997) la información disponible sobre operaciones con derivados OTC debe ser mejorada a dos niveles: por una parte debe haber más y mejor información disponible para que los agentes que operan en este tipo de mercados estén mejor informados sobre los riesgos de las contrapartes y, por otra, debe haber más y mejor información disponible para los reguladores y supervisores de estos mercados. Por lo que respecta a la información para los participantes, los autores proponen dos medidas concretas. En primer lugar, señalan la necesidad de estandarizar la contabilidad de derivados. Sólo de este modo las posiciones en derivados de los distintos agentes serán comparables y éstos podrán interpretar mejor la información ofrecida por sus contrapartes. Asimismo, los estándares contables sobre productos derivados deberían ser compatibles con los estándares contables sobre otras actividades financieras (como actividades de depósito). En segundo lugar, todos los OTC deberían ser ajustados al mercado (*marked to market*) de forma regular y frecuente (semanal o incluso diaria). Esto permitiría a los agentes ajustar sus carteras a los cambios en las condiciones de los mercados de forma casi inmediata.

Board *et al.* (1997) consideran que, para que la labor de regulación y supervisión de los derivados OTC se lleve a cabo eficazmente, es imprescindible que los sistemas de recopilación de información se diseñen desde una perspectiva internacional<sup>206</sup>. Los mercados de derivados tienen un marcado carácter internacional y para obtener una imagen fiable de su tamaño y estructura es necesario, por tanto, conocer los vínculos internacionales de unos agentes con otros a través de los mercados de derivados. Recuérdese que los principales participantes en los mercados de derivados OTC son las instituciones bancarias. Una mejor y mayor información a escala internacional ayudaría por tanto a los reguladores a neutralizar los rumores de mercado que pueden dar lugar a pánicos financieros y a analizar el impacto real del colapso de un agente financiero en los demás (y, por tanto, en la estabilidad del sistema financiero en su conjunto). Board *et al.* (1997) se basan en las propuestas del Banco de Pagos Internacionales para proponer dos soluciones relacionadas con el problema de la escasez de información para los reguladores. La primera de ellas consiste en realizar encuestas esporádicas a los participantes en este tipo de mercados. De este modo se obtendría una información general que dotaría a los reguladores de una visión de conjunto. En segundo lugar, se podría establecer la obligación, para los principales intermediarios de los mercados de derivados, de entregar regularmente a los supervisores informes sobre el mercado de derivados. En las encuestas y los informes debería figurar información relativa al valor nominal y de mercado de los productos derivados y a sus riesgos.

Además, según Clark (1997), las normativas contables (tanto para derivados como para actividades financieras en general) deberían adaptarse a la evolución de los mercados financieros. El fuerte desarrollo de los derivados

---

<sup>206</sup> La coordinación internacional es un aspecto clave para la mayoría de los autores que han realizado estudios sobre regulación y supervisión de los mercados de derivados, como se verá más adelante.

OTC ha dado lugar a que la información que ofrece el balance de una entidad bancaria no dé una imagen fiable de las posiciones de la entidad y, por tanto, de los riesgos en los que incurre. Además, los derivados son, por lo general, instrumentos de vencimiento a corto plazo, por lo que pueden realizarse numerosas operaciones en los mercados de derivados a lo largo del año sin que éstas consten en el balance bancario a 31 de diciembre. Así pues, según Clark (1997), la normativa contable debería transformarse de modo que se pudiera obtener una película de las operaciones realizadas por las instituciones financieras a lo largo del año, en lugar de una fotografía de su situación en un momento determinado.

## 2.2. Mejora de las capacidades del órgano supervisor o regulador

Los autores que han estudiado los problemas relacionados con la regulación y supervisión de los derivados financieros coinciden en que es necesaria la mejora de las capacidades del órgano regulador y/o supervisor. No obstante, existe un dilema con respecto a cuál debe ser este órgano. Algunos autores sostienen que los agentes que operan en los mercados de derivados deberían autorregularse (Board *et al.*, 1997; Hentschel y Smith, 1997; Jouini, 1996) mientras que otros exigen un sistema de regulación y supervisión público y externo similar al que existe para otras operaciones financieras más convencionales como las de la banca comercial (Shah, 1995). Evidentemente, en este debate no se trata de elegir a los agentes financieros o a los organismos públicos de supervisión como únicos agentes reguladores. Se trata más bien de decidir qué peso relativo deben tener los controles de riesgo internos de los operadores de derivados en la supervisión de este tipo de actividades; siendo, en cualquier caso, un organismo externo público el regulador y supervisor último.

Los argumentos esgrimidos a favor de la autorregulación de los agentes que operan con derivados son, básicamente, los tres siguientes. En primer

lugar, los agentes privados tienen más experiencia que los órganos públicos externos en esta materia. Hasta la fecha y ante la carencia de una regulación pública similar a la que existe para otras actividades financieras (como los de la banca convencional), han sido los propios agentes de los mercados de derivados los que se han autorregulado. Según Board *et al.* (1997), Jouini (1996) y Fender y Von Hagen (1998), esto se pone de manifiesto, por ejemplo, en el hecho de que muchos bancos han creado voluntariamente sus propias filiales cuyo objetivo es exclusivamente la operación en el mercado de derivados. De este modo, las operaciones derivadas quedan acotadas, son más transparentes y, además, se someten más fácilmente a la evaluación externa por parte de las agencias de *rating*. Estos autores señalan, además, que buena prueba de que los agentes privados son capaces de autorregularse correctamente es que estas filiales de derivados han obtenido, en su mayoría, altas calificaciones por parte de las agencias de *rating*. Como ya se ha señalado en repetidas ocasiones a lo largo de esta tesis y en trabajos anteriores (Bustelo *et al.*, 2000), las agencias de *rating* demostraron no ser unas buenas calificadoras de riesgo en las crisis financieras asiáticas. Varios activos de los países en crisis seguían manteniendo altas calificaciones una vez que habían estallado los ataques especulativos. Ésta no puede ser, por tanto, una prueba a favor de la autorregulación de los agentes financieros en los mercados de derivados. Es más, la inexperiencia de los organismos públicos en esta materia es fruto de la no-regulación de los productos financieros derivados que ha caracterizado las últimas décadas. Una mejora de las labores de regulación por parte de estos órganos les dotará de la experiencia suficiente para lidiar con estos problemas.

El segundo argumento a favor de la autorregulación de los agentes financieros que operan con derivados es que este tipo de operaciones es extremadamente complejo, especialmente si se trata de derivados OTC a la medida, y, por tanto, solamente los bancos que operan en este tipo de mercados son capaces de comprender su riesgo y su rentabilidad. El problema de este

argumento es que los defensores de la autorregulación están partiendo de la base, una vez más, de que los órganos públicos de regulación y supervisión financiera están incapacitados, por definición, para realizar correctamente sus funciones. En otras palabras, al igual que la eficiencia es una característica intrínseca de los agentes privados, la ineficiencia es una característica intrínseca de los agentes públicos. A lo largo de esta tesis ya se ha visto que no solamente los agentes privados no siempre toman sus decisiones en base a criterios de eficiencia (*herding*, pánicos), sino que además la acción pública no tiene por qué ser ineficiente. Buen ejemplo de esto último es cómo las autoridades chilenas fueron adaptando el encaje a medida que los agentes financieros encontraban la forma de eludirlo. Así pues, el contra-argumento es que, si los organismos de vigilancia se dotan de los recursos técnicos y humanos necesarios, la labor de vigilancia puede ser llevada a cabo de modo eficaz.

El tercer argumento es que la regulación y supervisión externa de los derivados es, como ocurre con la regulación y supervisión bancaria y con los controles de capital, potencialmente eludible por parte de los agentes sometidos a vigilancia. Ya se señaló en el apartado anterior que ésta no puede ser una excusa para reducir el peso de la regulación pública externa. Al igual que ocurre con la regulación y supervisión de la actividad financiera convencional y con los controles de capital, un mayor conocimiento de los mercados de derivados reducirá la evasión de la regulación y supervisión de los mismos. No obstante, esto está sujeto a lo que ya ha sido identificado como una necesidad básica para que este sistema de control se lleve a cabo eficazmente: que mejoren los sistemas de recopilación de información sobre los derivados financieros, especialmente, sobre los OTC<sup>207</sup>.

---

<sup>207</sup> La defensa de la autorregulación no es exclusiva de algunas propuestas académicas. Los organismos encargados de crear las directrices sobre regulación de derivados (BPI, G-30) comparten este enfoque (Shah, 1995).

En cualquier caso, los mismos defensores de la autorregulación admiten que, independientemente del peso que se le dé a la autorregulación en la regulación de los derivados, los mecanismos de control y vigilancia internos de los bancos que operan en estos mercados deben ser mejorados. Asimismo, sostienen que, aun en este caso, debe existir un organismo de vigilancia público y externo que evalúe la supervisión interna. Board *et al.* (1997) realizan algunas propuestas en este sentido. Por lo que respecta a los controles internos, los autores consideran que las auditorías deberían tener una mayor calidad para evitar situaciones como la que se dio, por ejemplo, en la compañía Barings en 1994<sup>208</sup>. Esto podría llevarse a cabo instaurando sistemas de evaluación de riesgo internos más coherentes y más estrictos. En cuanto a la vigilancia externa, Board *et al.* (1997) señalan las ventajas de que el banco central (u organismo competente para la vigilancia de las actividades con derivados) realice inspecciones sorpresa a los operadores de estos mercados, para comprobar que la información que remiten los agentes a las autoridades es fiable. Estos mismos autores consideran que, en cualquier caso, resulta imprescindible reforzar las capacidades de los equipos de control de derivados de los bancos centrales.

Pero también existen autores que consideran que una mayor autorregulación no va a solucionar los problemas planteados por los mercados de derivados. Uno de ellos es Shah (1995) que, además, propone una serie de medidas concretas para mejorar la regulación y supervisión de los derivados por parte de las autoridades públicas. Éstas son algunas de ellas. En primer lugar, las autoridades deberían tomar medidas destinadas a reducir las actividades especulativas en los mercados de derivados. Esto puede conseguirse creando impuestos a estas actividades o estableciendo límites máximos al comercio de derivados por entidad.

---

<sup>208</sup> Para más detalles sobre la crisis de Barings, ver Board *et al.* (1997).

En segundo lugar, deberían tomarse medidas para reducir la complejidad de los derivados. Recuérdese que éste era, según lo establecido en los capítulos 1 y 2 de esta tesis, uno de los principales problemas planteados por este tipo de productos. Esto podría conseguirse, por ejemplo, exigiendo una licencia previa para la participación en los mercados de derivados. De este modo, las autoridades alcanzarían un doble objetivo. Por una parte, se desincentivarían las operaciones con derivados y, por otra, las autoridades obtendrían información de primera mano acerca de las condiciones en las que se realizan las operaciones con derivados financieros.

En tercer lugar, Shah (1995) propone acciones para reducir el riesgo potencial que generan los derivados. En este sentido, las autoridades podrían establecer unas normas en base a las cuales el creador del derivado tuviera que demostrar que está capacitado para gestionar dicho riesgo. Además, Shah (1995) propone la incorporación de los derivados OTC a los mercados oficiales de derivados. Recuérdese que, debido en parte a su opacidad, los OTC son los derivados potencialmente más arriesgados. Board *et al.* (1997) también estudian la posibilidad de incorporar los OTC a los mercados de cotización oficial pero señalan los problemas que esta medida plantearía. Según los autores, los OTC son productos muy especializados y, por tanto, de difícil estandarización. Además, esta medida podría provocar una huida de capitales a otros mercados, buscando ventajas similares a las que aportan los OTC. Así pues, según Board *et al.* (1997), la única manera de eliminar los riesgos creados por los OTC sería eliminándolos.

En cuarto lugar, Shah (1995) sostiene que ninguna de estas medidas puede ser eficaz si no se acompaña de una mayor dotación de infraestructuras para los reguladores de la actividad de los mercados de derivados.

## 2.3. Aumento de la cooperación funcional e internacional

Una de las características de los derivados financieros es que rompen las barreras entre mercados, tanto a nivel funcional como a nivel internacional. Por una parte, los derivados han hecho que sea más difícil diferenciar las actividades financieras estrictamente comerciales de las de seguros, inversión, *broker*, *dealer*, etc. Ya se ha señalado que, de hecho, son los bancos comerciales y los de inversión los principales participantes en los mercados de derivados. Por otra parte, los derivados tienen un marcado componente internacional. Todo ello ha hecho que muchas propuestas sobre regulación y supervisión de los derivados financieros defiendan una mayor coordinación entre los órganos de control de las actividades financieras tanto a escala nacional como a nivel internacional (Board *et al.*, 1997; Fender y Von Hagen, 1998; Shah, 1995).

### 2.3.1. Integración funcional

La regulación financiera se ha basado, tradicionalmente, en la parcelación de las actividades financieras y en la creación de organismos de supervisión diferentes para cada una de estas actividades (Fender y Von Hagen, 1998). Por ejemplo, cuando se produjo la crisis del grupo Barings las funciones de regulación y supervisión británicas estaban divididas de la siguiente manera. Por una parte, el banco central de Inglaterra era el encargado de supervisar las actividades bancarias tradicionales, por lo que era el responsable de controlar Barings Bank. Por otra parte, la SFA (*Securities and Futures Authority*) era el órgano de vigilancia de los productos derivados y, por tanto, responsable de Barings Securities London. Además, según Board *et al.* (1997), apenas existía coordinación e intercambio de información entre los dos órganos de vigilancia. El colapso de Barings se produjo como consecuencia de fuertes pérdidas en los mercados de derivados. Esto puso de manifiesto que las rentabilidades y riesgos de ciertas actividades financieras afectaban, obviamente, a las demás

actividades financieras de la misma entidad. Esto ha llevado a varios autores a defender la integración de las funciones de regulación y supervisión financiera (a nivel local) en un mismo órgano<sup>209</sup>. De este modo, la regulación y supervisión del uso de derivados financieros quedaría integrada en la regulación bancaria general.

Según Fender y Von Hagen (1998), esta integración presenta dos ventajas considerables frente a la parcelación de la vigilancia. Por una parte, las autoridades obtienen una visión general de la exposición al riesgo de las instituciones financieras. Por otra parte, es el único modo de asegurarse que todas las actividades de la institución o conglomerado financiero estén sometidas a vigilancia. No obstante, los mismos autores señalan que este nuevo modelo de vigilancia presenta, asimismo, una serie de trabas o requisitos.

En primer lugar, la unificación del control de los agentes financieros requiere una integración similar de dicho control con los órganos de vigilancia de los instrumentos financieros. En segundo lugar, el organismo resultante de la integración de las funciones de vigilancia sería una institución muy poderosa y de difícil control por parte de un órgano externo y superior jerárquicamente. En el diseño del órgano es imprescindible establecer mecanismos para que esta supra-institución esté sometida a algún tipo de vigilancia. En tercer lugar, este órgano podría no disponer de los instrumentos reguladores adecuados para resolver problemas específicos. Por ejemplo, si actúa a la vez como prestamista de último recurso y como regulador y supervisor, se corre el riesgo de que opte por mantener una actitud demasiado laxa en la vigilancia, sabiendo que dispone de unos fondos de rescate en caso de que surja algún tipo de problema en una institución financiera. Si bien esta traba no carece de importancia, conviene señalar que este problema ya se da, de hecho, en la mayoría de los bancos centrales. Esto se resolvería, al igual que el anterior problema, con unos buenos

---

<sup>209</sup> La Unión Europea y Corea del Sur ya han dado pasos en esta dirección, probablemente como consecuencia de sus recientes malas experiencias en los mercados financieros.

mecanismos de control del órgano supervisor. En cuarto lugar, los autores señalan que, con el nuevo modelo, se eliminan los beneficios de la competencia entre agencias de vigilancia, beneficios que teóricamente se dan en el modelo convencional de supervisión. No obstante, los numerosos problemas de carácter financiero que han surgido en los últimos años en países desarrollados y no desarrollados hacen dudar de la existencia de dichos beneficios en el modelo de regulación y supervisión convencional. Esto se explica porque en el modelo de vigilancia parcelada no existe competencia porque los distintos órganos supervisan actividades distintas: no compiten en el mismo terreno.

Board *et al.* (1997) también estudian la posibilidad de establecer un modelo de *narrow banking*. Esto consiste en obligar a las instituciones financieras a elegir un determinado tipo de actividad financiera. Dichas instituciones no podrían incurrir en más de una o un número reducido de actividades predeterminadas. De este modo existirían en los mercados financieros bancos comerciales, agencias de derivados, mutuas, *dealers*, etc. sin vínculos de ningún tipo entre sí. El *narrow banking* aparece como una alternativa a la integración funcional de las actividades de vigilancia: en lugar de adaptar la vigilancia a los cambios acaecidos en los mercados financieros como consecuencia de la innovación financiera, se adapta la estructura de los mercados financieros a la estructura tradicional de los órganos de vigilancia. Según los autores, el *narrow banking* presenta una serie de inconvenientes lo cual les lleva a rechazar el modelo. El más importante de ellos es, quizás, que este modelo condenaría a la desaparición a las actividades más tradicionales como la de depósito ya que la rentabilidad de esta actividad es muy inferior a la que se puede obtener en otras como los fondos de pensiones o el comercio de derivados.

### 2.3.2. Coordinación internacional

Por lo que se refiere a la coordinación internacional, Board *et al.* (1997) señalan que resulta más difícil integrar o coordinar los órganos de vigilancia internacionales que los locales. Aun así, muchos autores insisten en la necesidad de coordinar los órganos de vigilancia a escala mundial (Board *et al.*, 1997; Bockelmann, 1995; Jouini, 1996; Fender y Von Hagen, 1998).

Fender y Von Hagen (1998) opinan que lo más eficaz sería crear un organismo de vigilancia supranacional que regulara las actividades financieras de todo tipo en todos los países. Pero la regulación financiera debe estar supeditada a la legislación local, lo cual dificulta enormemente la implantación de un organismo de estas características (al margen de los problemas de centralización del poder que éste supondría). Por este motivo, los autores proponen, en su lugar, una mayor coordinación de los órganos de control locales.

De este tipo de coordinación surgirían, no obstante, dos problemas. En primer lugar, el mayor o menor coste que supone para las instituciones reguladas una mayor o menor regulación local crearía ventajas y desventajas comparativas entre instituciones. Esto actuaría como un incentivo para domiciliar las actividades financieras en aquellos países con una regulación más laxa y, por tanto, como un incentivo para algunos gobiernos para suavizar su regulación y supervisión financiera. En segundo lugar, ciertas actividades como la de prestamista de último recurso se emprenderían con un marcado sesgo nacionalista: las autoridades serían más propensas a rescatar entidades creadas con capital local que entidades extranjeras (Fender y Von Hagen, 1998). Pero estos dos problemas ya se dan en la actualidad. La globalización financiera no sólo ha promovido el aumento de flujos a corto plazo a escala internacional sino también el aumento del establecimiento de instituciones

financieras o filiales de éstas en el extranjero. Una mayor coordinación de las actividades de supervisión locales no tendría por qué agravar estos problemas.

### 3. CONCLUSIÓN

En el capítulo 3 de esta tesis, ya se señaló que no se podía ser concluyente con respecto a la hipótesis de que los derivados provocaban un aumento del riesgo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales. En este último capítulo, se ha visto, no obstante, que al margen de que dicho impacto en la volatilidad se produzca o no, los derivados pueden crear un riesgo adicional, permitiendo la evasión de otros instrumentos de control como la regulación y supervisión de la actividad financiera o los controles de capital a la entrada. No obstante, la falta de información generalizada sobre el uso de instrumentos derivados impide también calibrar la importancia de los derivados en la evasión de otras medidas de política económica.

La intuición generalizada, en el medio académico, de que el uso abusivo de derivados genera riesgos de varios tipos ha llevado a los especialistas a realizar propuestas para mejorar la regulación y supervisión de este tipo de instrumentos financieros. Pero ninguna de estas medidas tiene sentido mientras no se pueda saber con cierta exactitud en qué medida los derivados permiten a los agentes internacionales cubrirse de ciertos riesgos y en qué medida son utilizados para especular y generar, por tanto, un mayor riesgo. No podrá saberse si es más recomendable la integración internacional o la coordinación internacional, la integración funcional o el *narrow banking*, los requisitos cuantitativos o los cualitativos, mientras no se disponga de más información sobre este tipo de productos. La única conclusión posible a este epígrafe es, pues, que la primera de las medidas estudiadas, esto es, la mejora de los sistemas de recopilación de la información, resulta imprescindible para poder abordar un estudio más riguroso de los efectos de los derivados en la estabilidad financiera mundial y en la eficacia de otras medidas de política

económica y, por tanto, para realizar propuestas más coherentes con respecto a la regulación y supervisión de los derivados financieros.

## CONCLUSIÓN

No existe consenso sobre si debería diseñarse o no una nueva arquitectura financiera internacional. Los especialistas tampoco se ponen de acuerdo en cuáles deberían ser los objetivos de esta nueva arquitectura en caso de que se emprendiera la reforma de la actual. Aquí se defiende, a pesar de esta falta de consenso, que sí debería reformarse la arquitectura financiera internacional y que dicha reforma pasa necesariamente por una reforma institucional. Esta postura es el resultado de los estudios teórico y empíricos realizados a lo largo de esta tesis: uno de los principales problemas de los mercados financieros actuales es el aumento desmesurado y movimiento descontrolado de la liquidez internacional. Y la solución a este problema está o bien en la creación de un organismo público supragubernamental cuya función sea vigilar estos movimientos de capital o bien en la asignación de esta función a un organismo preexistente. Pero la falta de consenso y el intenso debate en torno a la nueva arquitectura financiera internacional indican que aún falta un largo camino que recorrer para que se den pasos contundentes en este sentido.

La adopción de un ancla blanda en economías emergentes ha demostrado generar una serie de problemas relacionados con la calidad de las entradas de capital extranjero. En este capítulo se ha tratado de estudiar cuáles son las posibles alternativas a este régimen cambiario. Ninguno de los regímenes de esquina ofrecen una solución satisfactoria: en algunos casos porque no solucionan los problemas del vencimiento y la denominación de las entradas de capital –como el tipo de cambio flexible y la junta monetaria– y en otros porque, aunque solucionan estos problemas, generan otros más graves –como la dolarización–. La solución óptima parece estar en la creación de monedas regionales similares al euro. Pero la creación de una moneda única regional es un proceso largo que debe superar numerosas trabas tanto de carácter económico como de naturaleza política. Mientras, por estos motivos, las monedas regionales no sean una alternativa plausible, parece que el segundo

óptimo está en el ancla blanda, sobre todo con vinculación a una cesta de monedas, y especialmente si se combina con otras medidas de política económica que ayuden a contrarrestar sus efectos en la calidad de las entradas de capital.

La mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera es quizás la medida más importante para evitar los efectos de la globalización en la fragilidad financiera de las economías emergentes, por el gran número de problemas que se solucionan con ello. Además, la mejora del control de la actividad financiera no supone los problemas políticos que suponen, por ejemplo, la reforma de la arquitectura financiera internacional o la creación de una moneda única regional. En otras palabras, existe cierto consenso entre especialistas, gobiernos y organismos internacionales sobre la importancia y las bondades de adoptar esta medida. No obstante, para establecer un sistema eficaz de regulación y supervisión de la actividad financiera, es necesario dotar recursos económicos, técnicos y humanos de los que no siempre disponen las economías emergentes. Además, está el problema de la merma de la eficacia de la regulación y supervisión generada por el uso de productos financieros derivados. Pero con respecto a este último problema, la solución está en hacer un mejor seguimiento del uso de derivados. Y en cualquier caso, los estudios empíricos que han analizado el efecto de la mejora de los sistemas de regulación y supervisión han puesto de manifiesto que dicha mejora reduce la fragilidad financiera y el riesgo de crisis financiera de los países que la llevan a cabo, lo que significa que su eficacia no queda del todo anulada con el uso de derivados.

El uso de derivados financieros también amenaza la eficacia de los controles de capital. Asimismo, para implantar estos controles también se deben superar obstáculos políticos. Por ejemplo, para que un control como la tasa Tobin fuera plenamente eficaz, habría que aplicarlo en todos los países que registran entradas y salidas de capital y, además, suspender el uso de derivados

ya que éste mermaría seriamente su eficacia. Sin embargo, hay otro tipo de controles de capital que no se ven afectados por estos problemas en la misma medida. Un buen ejemplo de ello es el encaje chileno. Su eficacia quedó demostrada con la disminución de las entradas de capital volátil en Chile durante los años en que estuvo implantado.

En cualquier caso, para evitar los problemas de la eficacia de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad financiera y de los controles de capital, habría que establecer un sistema de regulación y supervisión de los derivados financieros. Algunas medidas como incorporar los derivados OTC a los mercados de cotización parecen, por el momento, demasiado drásticas, no solamente debido a que tendrían que enfrentarse a la resistencia de algunos intereses privados, sino también porque, dada la escasez de información sobre este tipo de productos financieros, no se sabe en qué medida los derivados se utilizan para cubrir riesgos y en qué medida se utilizan para especular o para eludir otras medidas de política económica –medidas de regulación y supervisión de la actividad bancaria o controles de capital–. Por todo esto, la regulación y supervisión de los derivados financieros debe empezar por una mejor y mayor recopilación de información sobre el uso de los mismos.

Mientras el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional y la creación de monedas regionales sean poco viables políticamente, las autoridades de las economías emergentes deberían centrar sus esfuerzos en mejorar los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y del uso de derivados financieros y en implantar controles de capital –del tipo del encaje chileno, que ha demostrado ser de gran eficacia– manteniendo regímenes fijos o semi-fijos en los que el ancla está formada por una cesta de monedas. Aunque las anclas blandas incentivan la entrada de capital extranjero a corto plazo y/o volátil, denominado en divisas y sin cobertura del riesgo de tipo de cambio, la mejora simultánea de los sistemas de regulación y supervisión y la aplicación simultánea de controles de capital ayudarían a

reducir estos problemas. Recuérdese que estas dos medidas contribuyen a alargar el vencimiento de las entradas de capital (y reducir su componente volátil) y, además, mediante la mejora del sistema de control de la banca se puede reducir la proporción de entradas de capital denominadas en divisas. Por otra parte, la regulación y supervisión del uso de derivados contribuiría a aumentar la eficacia de la regulación y la supervisión de la actividad bancaria y de los controles de capital. No obstante, mientras siga aumentando el movimiento de los capitales golondrina a escala internacional, las medidas nacionales serán insuficientes para contener los efectos de la globalización financiera en las economías emergentes receptoras de capital extranjero. Resulta, pues, imprescindible el diseño de respuestas de política económica en un ámbito supranacional.

## CONCLUSIONES GENERALES

Del estudio realizado en esta tesis puede concluirse que la globalización financiera desempeña un papel destacado en el origen de las crisis financieras sufridas por economías emergentes. Del estudio teórico realizado en la primera sección se deduce que la globalización financiera puede conducir al estallido de una crisis financiera en una economía emergente en virtud de un proceso que se divide en dos etapas. En una primera etapa, la globalización financiera provoca el aumento del riesgo de crisis en la economía mediante dos vías. En la primera vía, que es externa, el aumento de los flujos de capital y de la liquidez internacionales incide en un incremento de la incertidumbre en los mercados financieros internacionales. En la segunda vía, interna, la liberalización financiera emprendida por la economía emergente y fruto del proceso de globalización financiera genera una serie de mecanismos que dan lugar al deterioro de los balances de la red financiera de dicha economía. El aumento de la incertidumbre y/o el deterioro de los balances bancarios suponen un aumento de la vulnerabilidad financiera de la economía emergente. Además, en una segunda etapa, el proceso de globalización financiera coadyuva, a través de la vía externa, a que los ataques especulativos tengan la fuerza suficiente para provocar, en esta situación de vulnerabilidad financiera, una crisis financiera de la magnitud de las que sufrieron México en 1994 o Corea del Sur en 1997.

Puede decirse que los estudios empíricos llevados a cabo en la segunda sección confirman la hipótesis general de la tesis. Dicho de otra manera, tomando los casos concretos de México y de Corea del Sur, se puede afirmar que el actual proceso de globalización financiera iniciado en los años setenta es una de las principales causas del estallido de la crisis financiera de 1994 en México y de la de 1997 en Corea del Sur. No obstante, si bien la hipótesis central de esta tesis queda confirmada, no ocurre lo mismo con todas y cada una de las sub-hipótesis que configuran el esquema teórico. El primer paso en

el estudio empírico es la contrastación de la vía internacional que, en principio, afecta a todos los países que forman parte del proceso de globalización financiera, y a partir del momento en que éstos se integran en dicho proceso. Pues bien, tomando como campo de pruebas la evolución de los mercados financieros internacionales desde el inicio del proceso de globalización financiera en los años setenta, no se ha podido obtener ningún resultado concluyente que permita apoyar la sub-hipótesis de que la globalización financiera genera una mayor incertidumbre en los mercados. Esta imposibilidad se ha debido, por encima de todo, a la escasez de datos estadísticos y a la precariedad de algunas técnicas de análisis empírico, en concreto, econométrico. Sin embargo, tanto la vía interna como el paso del riesgo de crisis al estallido de la misma sí parecen quedar confirmados con los ejemplos de México y Corea. Así, sin perjuicio de que interviniieran otros factores adicionales, puede afirmarse que la globalización financiera contribuyó a provocar las crisis de México y Corea, incidiendo en el deterioro de los balances de sus respectivas redes financieras a través de la liberalización descontrolada de la cuenta de capitales y permitiendo, con el vertiginoso aumento de los flujos de capital a escala internacional, que los cambios de expectativas de los agentes financieros provocaran ataques especulativos de tal envergadura que dieran lugar a crisis financieras.

La sección empírica permite filtrar los elementos más importantes del esquema teórico propuesto en la anterior sección. Así, se desprenden una serie de variables clave en el camino que conduce de la globalización financiera a la crisis financiera en una economía emergente. En otras palabras, de las variables y relaciones causales que han podido ser contrastadas y que, con dicha contrastación, han quedado demostradas, se deduce, en la tercera sección, cuáles son las principales medidas, en materia de política económica, que podrían adoptarse para cortar los lazos entre globalización y crisis. Estas medidas se pueden resumir en la mejora de los sistemas de regulación y supervisión de la actividad bancaria y financiera de las economías emergentes,

el diseño e implantación de controles a la entrada de capitales y una mejor y mayor supervisión y regulación del uso de derivados financieros (con el fin de que no se merme la eficacia del sistema de regulación y supervisión y de los controles de capital). Además, resulta imprescindible renovar los esfuerzos para diseñar y llevar a cabo la reforma de la actual arquitectura financiera internacional, ya que ésta es la única vía para contener el volumen y la naturaleza volátil de los flujos de capital a escala internacional. Por otra parte, por lo que respecta a la política cambiaria, parece que los esfuerzos dirigidos a la creación de más monedas regionales de las características del euro son, desgraciadamente y hoy por hoy, la única alternativa fiable a los regímenes cambiarios fijos y semi-fijos, siendo las demás alternativas más arriesgadas y perjudiciales.

A lo largo de esta tesis, se han ido subrayando ciertas lagunas de índole teórica y empírica que no permiten evaluar todos y cada uno de los elementos que forman la cadena entre globalización financiera y crisis financiera. Eliminar estas lagunas requiere que se abran nuevas vías de estudio y que se acentúen los esfuerzos en ciertas líneas de investigación ya existentes. De forma general, puede decirse que los trabajos de investigación que tratan de relacionar la globalización con el estallido de crisis financieras son, hoy por hoy, insuficientes, y que dada, la importancia que están adquiriendo ambos fenómenos, este tipo de investigaciones se vuelven imprescindibles. Estos esfuerzos de investigación deberían realizarse tanto en el campo teórico, indagando en vías adicionales mediante las cuales la globalización puede incidir en el estallido de crisis financieras, como en el ámbito empírico, buscando nuevas herramientas para poder medir variables y contrastar vínculos causales, como, por último, en el terreno de la política económica, diseñando formas de cortar los lazos que unen globalización y crisis.

Por lo que respecta al estudio teórico de los lazos entre globalización y crisis, pueden destacarse dos vías de estudio, que se deducen de las

limitaciones de la capacidad explicativa de la propuesta teórica realizada en la primera sección de esta tesis. En primer lugar, este esquema teórico analiza, entre otras cosas, cuáles pueden ser las consecuencias en el ámbito interno (lo que se ha denominado la vía interna) de la entrada masiva de capital extranjero. Pero se limita a estudiar las consecuencias, en este ámbito, de la entrada masiva de capital en forma de deuda (ya sean préstamos directos o títulos cotizables). Como ya se señaló, esto excluye del análisis las posibles consecuencias en la economía interna de la entrada de otro tipo de capitales, como son las acciones cotizables. Pero como también se indicó, la inversión extranjera en acciones suele ser marginal en este tipo de economías. Las que parece que no son tan marginales, visto lo estudiado en los capítulos empíricos, son las inversiones en productos financieros derivados. Las fuentes estadísticas arrojan resultados contradictorios pero recuérdese que, según algunas fuentes, los grandes bancos de actividad internacional llegaron a realizar una tercera parte de sus inversiones en Corea del Sur, en los años previos al estallido de la crisis, en forma de derivados financieros. Este dato abre una importante vía de investigación que es el estudio teórico de las consecuencias internas, para una economía emergente, de la recepción de importantes sumas de inversión en derivados financieros.

Una segunda limitación de la propuesta teórica realizada en esta tesis es que se ciñe a las economías recientemente liberalizadas para estudiar los efectos internos de la entrada masiva de capitales. En otras palabras, la vía interna sólo explica el deterioro de los balances de la red financiera, provocado por la inserción en el proceso de globalización, en las economías emergentes si éstas han sido recientemente liberalizadas. Visto así, este esquema teórico, tal y como ha sido diseñado, no podría explicar crisis como la sufrida en Argentina en 2001 y 2002, ya que quizás ésta no sea la primera crisis que sufre este país desde su liberalización financiera. Pero conviene ahondar en este tema. Si el esquema teórico sólo sirve para explicar, llamémoslo así, la primera crisis tras la liberalización, es porque, según dicho esquema, la liberalización financiera,

además de abrir la puerta al capital extranjero, forma parte de un proceso más amplio de reforma estructural y dicha reforma estructural llama la atención de los inversores internacionales que generan unas expectativas demasiado optimistas acerca de la rentabilidad de los proyectos de inversión que se pueden realizar en la economía emergente. El estudio sobre la crisis de México (capítulo 4) parece corroborar esta hipótesis. Pero no ocurre lo mismo en Corea (capítulo 5). Como ya se señaló, en Corea se generaron unas expectativas demasiado optimistas sin necesidad de que se implantara una reforma estructural: bastó con que se llevara a cabo la apertura de la cuenta de capitales. Así, si la liberalización financiera es capaz de generar, por sí sola, un exceso de optimismo en las expectativas de rentabilidad sin necesidad de que se lleve a cabo, en paralelo, una reforma estructural, ¿no podrían generar también este exceso de optimismo otras variables como, por ejemplo, un cambio político en la economía emergente o el aumento de las tasas de ahorro en los países desarrollados? Así, dicho exceso de optimismo podría ser generado por cualquier variable, del mismo modo que los hechos que conducen al cambio de las expectativas que dan lugar a los ataques especulativas derivan, a menudo, de la interpretación excesivamente pesimista, por parte de los inversores internacionales, de la aparición de una variable de cualquier naturaleza. De hecho, ya se ha visto que algunos autores señalan el optimismo y el pesimismo en la interpretación de los acontecimientos históricos como factores clave en las decisiones de inversión (Keynes, 1936; Kindleberger, 1978; McKinnon y Pill, 1996, 1997, 1998 y 1999). De este modo, se abre una segunda vía de estudio teórico, que estaría destinada a ampliar la vía interna de este esqueleto teórico que así podría explicar segundas y tercera crisis de liberalización. Esto incluiría las crisis financieras recurrentes que han estallado, en los últimos años, en algunas economías emergentes, tras la liberalización financiera de las mismas. En este sentido, este nuevo esquema teórico podría contribuir a explicar, por ejemplo, la crisis argentina de 2001 y 2002.

Para realizar el estudio empírico de la segunda sección, surgieron numerosas dificultades, fundamentalmente relacionadas con la contrastación empírica de la vía internacional. Pocas variables pudieron ser demostradas y algunas ni siquiera pudieron ser contrastadas. Las trabas a este estudio son, como se fue señalando a lo largo del mismo, de diversa naturaleza. Conviene resaltar las siguientes. En primer lugar, algunas de las variables que configuran la vía internacional son cualitativas, éste es el caso de la asimetría de la información, de la incertidumbre en los mercados financieros derivados o del comportamiento de los fondos de inversión colectiva. Esto conduce al problema de la cuantificación de variables cualitativas. Este problema ya ha sido resuelto en otros campos de la investigación económica. Por ejemplo, a pesar de las deficiencias que pueda presentar, se ha logrado la cuantificación de una variable tan compleja como es el nivel de desarrollo humano, mediante, por ejemplo, el índice de desarrollo del PNUD (Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo). Este dato es alentador. Si los especialistas han sido capaces de cuantificar aproximadamente una variable tan compleja como lo es el desarrollo, esto significa que también podrían ser capaces de cuantificar aproximadamente la incertidumbre o la asimetría de la información. En otras palabras, si no existen, hoy por hoy, cuantificaciones o índices de medición de estas variables no es porque dicha medición sea imposible. De hecho, como se vio en el capítulo 3, existen estudios que han tratado de averiguar la existencia de asimetría de la información en los mercados financieros internacionales. No siendo la imposibilidad el motivo por el que no se han llevado a cabo este tipo de investigaciones, esta laguna en la literatura económica se explica, probablemente, por el carácter reciente y la escasa atención que se le ha dedicado a las hipótesis sobre asimetría, incertidumbre, *herding*, etc. Este problema se solventaría abriendo una vía de investigación adicional en este terreno concreto.

Otro problema que surge de este estudio empírico está relacionado con los datos estadísticos sobre ciertas actividades económicas. Aquí, las

dificultades se centran en la escasez generalizada de estadísticas sobre ciertas actividades y en la heterogeneidad entre las diversas fuentes existentes. Estos problemas se manifiestan de forma especial en la información existente sobre productos financieros derivados. Recuérdese, por ejemplo, que no solamente no existen datos suficientes para poder evaluar las posiciones en derivados de los agentes surcoreanos en los momentos previos al estallido de la crisis sino que, además, los pocos datos existentes son sumamente contradictorios. Así como, según el BPI, dichas posiciones eran marginales, según Kregel (1998b), los derivados formaban una parte importante de las inversiones realizadas por bancos internacionales como JP Morgan en la economía coreana. Las consecuencias de esta deficiencia en la información son varias. Por una parte, esto no permite evaluar con precisión todos y cada uno de los factores que conducen a acontecimientos históricos tan importantes como lo es la crisis financiera sufrida por Corea del Sur en 1997. Pero, además de esta laguna académica, aparecen otros problemas de carácter más práctico. En primer lugar, los agentes que operan en los mercados financieros internacionales y de cuyas decisiones de inversión depende el bienestar de un gran número de personas, no disponen de la información suficiente para tomar adecuadamente dichas decisiones –independientemente de que los agentes utilicen o no esta información correctamente–. En segundo lugar, las autoridades encargadas de regular y supervisar la actividad financiera –ya sea a escala nacional como a una hipotética escala internacional– no disponen de la información suficiente para valorar las actividades de los agentes financieros, los riesgos y rentabilidades de dichas actividades, por lo que la eficacia de esta regulación así como de la supervisión quedan seriamente mermadas. En tercer lugar, al escapar estas actividades de la regulación por parte de la autoridad competente, parece que los agentes que efectúan este tipo de operaciones suelen aprovechar su opacidad para tratar de obtener rentabilidades mayores y esto se hace corriendo riesgos mayores que los que se corren en otras actividades financieras más reguladas como la banca tradicional. En cuarto lugar, estas actividades sirven para eludir la regulación de estas actividades financieras más

tradicionales. En definitiva, los problemas que genera este déficit de información son varios y de suma gravedad, lo cual lleva lógicamente a recomendar un mayor esfuerzo en la proliferación, homogeneización y recopilación de estadísticas sobre actividades económicas relativamente desconocidas como lo es el uso de derivados financieros.

Aparte de las dificultades que han surgido, a lo largo de esta tesis, para evaluar la existencia de ciertas variables, también han aparecido problemas en la contrastación empírica de los vínculos causales. Esto es, no solamente ha sido imposible contrastar el aumento de la incertidumbre en los mercados financieros o medir el aumento de los mercados de derivados sino que tampoco ha sido posible contrastar vínculos causales como los que existen, en un plano teórico, entre la asimetría de la información y el riesgo o entre el riesgo y la incertidumbre. Esto se debe, sobre todo, a tres motivos. El primero de ellos es el mismo que se da en la cuantificación de ciertas variables cualitativas y es que, simplemente, la literatura económica no ha dedicado mucha atención a estas relaciones causales dada la juventud de las teorías sobre funcionamiento de los mercados financieros. En otras palabras, en algunos casos, las relaciones causales no han podido ser demostradas porque ni siquiera han sido contrastadas. Pero algunas de estas relaciones sí han sido contrastadas. Es el caso de, por ejemplo, el impacto del uso de derivados en el riesgo y la volatilidad. Recuérdese que, a pesar de la existencia de algunos trabajos que tratan de valorar esta relación, no existe consenso sobre si esta relación se da o no, o si es positiva o negativa. Esto se debe, por una parte, a las diferencias, de un estudio a otros, en los índices de medición de las variables incluidas en la relación: dependiendo de cómo se mida el riesgo, se establecerá una relación nula, positiva o negativa entre dicho riesgo y el uso de derivados. Y es que, como se ha podido ver a lo largo del estudio empírico de la vía internacional, existen muy diversas mediciones de variables como el riesgo, lo cual no permite llegar a resultados concluyentes ni sobre su propia existencia ni sobre su relación con otras variables como el uso de derivados. Por otra parte, las

técnicas de análisis econométrico empleadas por la mayor parte de los especialistas para valorar la existencia de vínculos causales arrojan más confusión que certeza sobre la existencia de dichos vínculos. Si para contrastar una misma relación de causa entre dos variables se utilizan técnicas econométricas diferentes, los resultados sobre esta relación también pueden ser diferentes –independientemente de que los índices de medición de las variables sean los mismos–. Así, los otros dos motivos que explican la dificultad en la contrastación de ciertos vínculos causales son la heterogeneidad en los índices de medición y la disparidad de las técnicas econométricas empleadas. Todo esto lleva a recomendar un mayor esfuerzo de investigación en la medición de ciertas variables cuantitativas (como el riesgo y la volatilidad) y en el perfeccionamiento o, al menos, en la mayor homogeneidad de las técnicas econométricas más adecuadas para la medición de cada tipo de vínculo causal. Los esfuerzos dirigidos a mejorar la medición de variables cualitativas y cuantitativas, a la obtención de una mejor y mayor información sobre determinadas actividades económicas y al perfeccionamiento y homogeneización de las técnicas de análisis empírico podrían contribuir no solamente a obtener una mejor imagen del impacto de la globalización en las economías emergentes a través de la vía internacional, sino que también se alcanzaría un mejor conocimiento de los efectos desestabilizadores de dicha globalización financiera en las economías más desarrolladas ya que, recuérdese, esta vía internacional afecta, en principio, a todas las economías insertadas en el actual proceso de globalización financiera.

Del estudio de las medidas de política económica destinadas a contrarrestar los efectos de la globalización financiera en la estabilidad financiera de las economías emergentes, también se deducen nuevas vías de investigación. Quizás el campo de investigación más descuidado, en este sentido y hasta la fecha, ha sido el de la regulación y supervisión de los derivados financieros. Para solventar este problema habría, en primer lugar, que colmar las lagunas ya mencionadas. Es decir que se debería mejorar antes

la recopilación de información sobre este tipo de instrumentos. Al estudiar las medidas de política económica que podrían introducirse para mejorar la calidad de los sistemas de regulación y supervisión financiera, se observó que no existe consenso sobre cuáles deberían ser estas medidas. Esta falta de consenso emana de la falta de consenso sobre cuáles deberían ser los objetivos de este sistema, en definitiva, de la propia definición de lo que es un sistema de regulación y supervisión. También se ha observado que se da el mismo problema en lo relativo a las propuestas sobre nueva arquitectura financiera internacional. Esto abre la puerta a que se realicen más trabajos de investigación encaminados a estudiar y diseñar una nueva arquitectura financiera internacional y unos mejores sistemas de regulación y supervisión bancaria.

Así, el estudio realizado a lo largo de esta tesis y los obstáculos que se han interpuesto en dicho estudio sugieren la profundización de la investigación económica en ciertos campos y la posibilidad de abrir vías de investigación adicionales. Pero para poder anular el papel de la globalización financiera en el origen de crisis financieras como las que sufrieron México en 1994 y Corea del Sur en 1997, no basta la investigación económica. De hecho, este trabajo resulta baldío si no se acompaña de una mayor toma de conciencia social y política de la importancia de estos problemas para el conjunto de la sociedad. Mientras no se venzan los obstáculos políticos y sociales que frenan o incluso anulan el diseño de una nueva arquitectura financiera internacional o la aplicación, a escala internacional, de controles de capital que protejan a las economías más frágiles de los movimientos de capital líquidos, la investigación sobre, por ejemplo, técnicas de análisis empírico más fiables o sobre la medición de variables cualitativas serán inútiles. Pero, como ya hemos señalado en ocasiones anteriores (Bustelo *et al.*, 2000), no queremos, ni debemos, caer en un pesimismo excesivo. Por una parte, ha habido otros procesos económicos a escala internacional que hace escasas décadas parecían impensables y que sin embargo han salido adelante gracias a una fuerte

voluntad política. Por otra parte, la importancia creciente de los movimientos anti-globalización da buena cuenta de la mayor conciencia social de los efectos perniciosos que puede provocar la globalización. No olvidemos, por último, que la unión de los esfuerzos en el ámbito académico y en el ámbito social puede ser el motor de la aceptación, por parte de las autoridades políticas, de la importancia de estas cuestiones.

## BIBLIOGRAFÍA

- ACHARYA, Viral V. (2000), "Is the International Convergence of Capital Adequacy Regulation Desirable?", *Leonard Stern School of Business Working Paper Series*, nº S028, New York University, abril.
- ADELMAN, Irma y Byung Nak SONG (1998), "The Korean Financial Crisis of 1997-1998", University of California, Berkeley, mimeografiado, agosto.
- AGLIETTA, Michel (1998), "La maîtrise du risque systémique international", *Économie Internationale*, nº 76, 4º trimestre, pp. 41-67.
- AGLIETTA, Michel y Christian de BOISSIEU (1999), "Le prêteur international en dernier ressort" en Fred BERGSTEN *et al.*, *Architecture financière internationale*, La Documentation Française, París, cap. 3, pp. 97-128.
- AGÜERA, José Manuel y Jorge GARCÍA-ARIAS (2000), "Distorsiones del sistema financiero internacional. Un impuesto sobre las transacciones financieras en divisas como alternativa", *Revista de Economía Mundial*, nº 2, junio, pp. 9-39.
- AKERLOF, George A. (1970), "The Market for Lemons: Quality, Uncertainty and the Market Mechanism", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, nº 3, agosto, pp. 488-500.
- AKYÜZ, Yilmaz (2000), "The Debate on the International Financial Architecture: Reforming the Reformers", *UNCTAD Discussion Papers*, nº 148, UNCTAD, abril.
- ALTMAN, Edward I. y Anthony SAUNDERS (2000), "An Analysis and Critique of the BIS Proposal on Capital Adequacy and Ratings", *Leonard Stern School of Business Working Paper Series*, nº S009, New York University, enero.
- AMIN, Samir (2000), "The Political Economy of the Twentieth Century", *Monthly Review*, vol. 52, nº 2, junio, pp. 1-17.
- AMSDEN, Alice H. (1989), *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, Oxford University Press, Nueva York.
- ASPE, Pedro (1993), *Economic Transformation: the Mexican Way*, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, caps. 2 y 3, pp. 60-176.
- BALIÑO, Tomás J. T. y Ángel UBIDE (1999), "The Korean Financial Crises of 1997. A Strategy of Financial Sector Reform", *IMF Working Papers*, nº WP/99/28, FMI, marzo.
- BANCO DE MÉXICO (1990a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.
- BANCO DE MÉXICO (1990b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1991a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1991b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1992a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1992b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1993a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1993b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1994a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1994b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1995a), *Indicadores económicos*, Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, México D.F.

BANCO DE MÉXICO (1995b), *The Mexican Economy*, Banco de México, México D.F.

BANCO MUNDIAL (1999), *Global Development Finance*, Banco Mundial, Washington D.C.

BAsD (1999), *Asian Development Outlook*, Banco Asiático de Desarrollo, Manila, cap. 1, pp. 21-46.

BEAMS, Nick (1998), “The Asian Meltdown: A Crisis of Global Capitalism”, *World Socialist Website*, marzo-abril.

BEKAERT, Geert y Campbell R. HARVEY (1995), “Emerging Equity Market Volatility”, *NBER Working Papers*, nº 5307, junio.

BEKAERT, Geert y Campbell R. HARVEY (1997), “Emerging Equity Market Volatility”, *Journal of Financial Economics*, vol. 43, nº 1, enero, pp. 29-77.

BENNETT, Adam, Maria CARKOVIC, Robert KAHN y Susan SCHADLER (1993), “Recent Experiences with Surges in Capital Inflows”, *Occasional Papers*, nº 108, FMI, diciembre.

BERNANKE, Ben S. (1983), "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review*, vol. 73, nº 3, junio, pp. 257-276.

BLAINE, Michael James (1998), "Déjà Vu All Over Again: Explaining Mexico's 1994 Financial Crisis", *The World Economy*, vol. 21, nº 1, enero, pp. 31-55.

BLECKER, Robert A. (1996), "NAFTA, the Peso Crisis, and the Contradictions of the Mexican Economic Growth Strategy", *CEPA Working Papers*, serie 1, nº 3, New School for Social Research, julio.

BLUNDELL-WIGNALL, Adrian y Frank BROWNE (1991), "Macroeconomic Consequences of Financial Liberalisation: A Summary Report", *OECD Department of Economics and Statistics Working Papers*, nº 98, OCDE, febrero.

BOARD, John, Charles GOODHART, Michael POWER y Dirk SCHOENMAKER (1997), "Derivatives Regulation" en Barry SCHACHTER (comp.), *Derivatives, Regulation and Banking*, Elsevier Science, Amsterdam, cap.10, pp. 237-261.

BOCKELMANN, Horst (1995), "Supervisión de las superintendencias y bancos centrales sobre los instrumentos derivados", *Boletín del CEMLA*, vol. 41, nº 5, septiembre-octubre, pp. 249-257.

BORDO, Michael D. y Anna J. SCHWARTZ (1996), "Why Clashes between Internal and External Stability Goals End in Currency Crises, 1797-1994", *NBER Working Papers*, nº 5710, agosto.

BORENSZTEIN, Eduardo y Jong-Wha LEE (1999), "Credit Allocation and Financial Crisis in Korea", *IMF Working Papers*, nº WP/99/20, FMI, febrero.

BPI (1997), *67th Annual Report*, BPI, Basilea.

BPI (1999a), *69th Annual Report*, BPI, Basilea.

BPI (1999b), "A New Capital Adequacy Framework", *Basel Committee Publications*, nº 50, Basel Committee on Banking Supervision, BPI, junio.

BPI (2001a), *71st Annual Report*, BPI, Basilea.

BPI (2001b), "International Banking and Financial Market Developments", *BIS Quarterly Review*, BPI, Basilea.

BRENNAN, Michael J. y H. Henry CAO (1997), "International Portfolio Investment Flows", *The Journal of Finance*, vol. 52, nº 5, diciembre, pp. 1851-1880.

BROWN, Stephen J., William N. GOETZMANN y James PARK (1998), "Hedge Funds and the Asian Currency Crises of 1997", *NBER Working Papers*, nº 6427, febrero.

BROWNSBRIDGE, Martin y Colin KIRKPATRICK (2000), “Financial Regulation in Developing Countries”, *Finance and Development Research Programme Working Paper Series*, nº 12, Institute for Development Policy and Management, The University of Manchester, enero.

BUSTELO, Pablo (1990), *Economía política de los nuevos países industriales asiáticos*, Siglo XXI Editores, Madrid.

BUSTELO, Pablo (1994), “El Japón y los dragones: un nuevo polo de prosperidad en Asia oriental” en Carlos BERZOSA (comp.), *La economía mundial en los años 90. Tendencias y desafíos*, FUHEM-Icaria, Madrid, cap. 10, pp. 335-362.

BUSTELO, Pablo (2000), “La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional”, *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2642, febrero, pp. 25-33.

BUSTELO, Pablo, Clara GARCÍA e Iliana OLIVIÉ (2000), *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Ediciones Cooperación al Desarrollo, Agencia Española de Cooperación Internacional, Madrid.

CALLINICOS, Alex (1998), “World Capitalism at the Abyss”, *International Socialism Journal*, nº 81, invierno.

CALOMIRIS, Charles W. y Gary GORTON (1991), “The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation” en R. Glenn HUBBARD (comp.), *Financial Markets and Financial Crises*, University of Chicago Press, Chicago, cap. 4, pp. 109-173.

CALVO, Guillermo A. (1998), “Varieties of Capital-Market Crises” en Guillermo A. CALVO y Mervyn A. KING (comps.), *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*, Macmillan, Londres, cap. 7, pp. 181-202.

CALVO, Guillermo A. (2000), “Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments” en Paul KRUGMAN (comp.), *Currency Crises*, University of Chicago Press, Chicago, cap. 3, pp. 71-104.

CALVO, Guillermo A., Leonardo LEIDERMAN y Carmen M. REINHART (1992), “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: the Role of External Factors”, *IMF Working Papers*, nº WP/92/62, FMI, agosto.

CALVO, Guillermo A. y Enrique G. MENDOZA (1996), “Mexico’s Balance-of-Payments Crisis: a Chronicle of a Death Foretold”, *Journal of International Economics*, vol. 41, nº 3-4, diciembre, pp. 235-264.

CALVO, Guillermo A. y Enrique G. MENDOZA (1997), “Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets”, *Federal Reserve Bank of Minneapolis Discussion Paper*, nº 120, Federal Reserve Bank of Minneapolis, agosto.

CAMPBELL, John Y. y Martin LETTAU (1999), “Dispersion and Volatility in Stock Returns: An Empirical Investigation”, *NBER Working Papers*, nº 7144, mayo.

CAPRIO, Gerard Jr. (1996), “Bank Regulation. The Case of the Missing Model”, *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 1574, Banco Mundial, enero.

CAPRIO, Gerard Jr. (1998), “Banking on Crises: Expensive Lessons from Recent Financial Crises”, *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 1979, Banco Mundial, septiembre.

CARTER, Michael (1989), “Financial Innovation and Financial Fragility”, *Journal of Economic Issues*, vol. XXIII, nº 3, septiembre, pp. 779-793.

CARTER, Michael (1991), “Uncertainty, Liquidity and Speculation: a Keynesian Perspective on Innovation in the Debt Markets”, *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 14, nº 2, invierno 1991-1992, pp. 169-182.

CHANG, Roberto y Andrés VELASCO (1998), “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, nº 98-10, Federal Reserve Bank of Atlanta, julio.

CHATRATH, Arjun, Sanjay RAMCHANDER y Frank SONG (1995), “Does Options Trading Lead to Greater Cash Market Volatility?”, *The Journal of Futures Markets*, vol. 15, nº 7, octubre, pp. 785-803.

CHAVAGNEUX, Christian (2001), “Trente ans de finance mondiale”, *Alternatives Économiques*, nº extraordinario 50, 4º trimestre, pp. 56-57.

CHEN, Jing (1999), “Derivative Securities: What They Tell Us?”, Business School, National University of Singapore, mimeografiado, marzo.

CHESNAIS, François (2000), “Crises de la finance ou premisses de crises économiques propres au régime d’accumulation actuel?”, en François CHESNAIS *et al.*, *Les pièges de la finance mondiale*, Syros, París, cap. 2, pp. 38-56.

CHO, Yoon Je (1999), “Financial Crisis in Korea: A Consequence of Unbalanced Liberalization?”, *Working Paper* nº 99-02, Sogang Institute of International and Area Studies, Sogang University, Seúl, julio.

CHOE, Hyuk, Bong-Chan KHO y Rene M. STULZ (1998), “Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997”, *NBER Working Papers*, nº 6661, julio.

CLARK, Alastair (1997), “Derivatives: A Regulator’s Perspective”, *Economic Notes*, vol. 26, nº 2, Banca Monte dei Paschi di Siena pp. 425-440.

COLE, Harold L. y Timothy J. KEHOE (1996), “A Self-Fulfilling Model of Mexico’s 1994-1995 Debt Crisis”, *Journal of International Economics*, vol. 41, nº 3-4, diciembre, pp. 309-330.

COLE, Harold L. y Timothy J. KEHOE (1998), "Self-Fulfilling Debt Crises", *Research Department Staff Reports*, nº 211, Federal Reserve Bank of Minneapolis, julio.

CONNOLLY, Michael B. y Dean TAYLOR (1984), "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, nº 2, pp. 194-207.

COOPER, Richard N. (1999), "Should Capital Controls be Banished?", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, Brookings Institute.

CORDELLA, Tito (1998), "Can Short-Term Capital Controls Promote Capital Inflows?", *IMF Working Papers*, nº WP/98/131, FMI, septiembre.

CORNFORD, Andrew (2000), "The Basle Committee's Proposals for Revised Capital Standards: Rationale, Design and Possible Incidence", *G24 Discussion Paper Series*, nº 3, Naciones Unidas, mayo.

CROCKETT, Andrew (1995), "Financial Innovation: Macro-economic and Macro-prudential Consequences", *Kredit und Kapital*, vol. 28, nº 1, 1er trimestre, pp. 46-61.

DAS, Dilip K., (1998), "Flows and Runs: Capital and Speculation in Emerging Market Economies", *APSEM Working Papers*, nº DI 98/3, Australian National University.

DAVIS, E. Philip (1992), *Debt, Financial Fragility and Systemic Risk*, Oxford Clarendon Press, Oxford.

DE GRAUWE, Paul (2000), "Controls on Capital Flows", *Journal of Policy Modeling*, vol. 22, nº 3, pp. 391-405, mayo.

DE GREGORIO, José, Sebastian EDWARDS y Rodrigo O. VALDÉS (2000), "Controls on Capital Inflows: Do They Work?", *NBER Working Papers*, nº 7645, abril.

DEMIRGUC-KUNT, Asli y Enrica DETRAGIACHE (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 1917, Banco Mundial, mayo.

DE SANTIS Giorgio y Selahattin IMROHOROGLU (1997), "Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets", *Journal of International Money and Finance*, vol. 16, nº 4, agosto, pp. 561-579.

DIAMOND, Douglas W. y Philip H. DYBVIG (1983): "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, nº 3, junio pp. 401-419.

DOOLEY, Michael P. (1997), "A Model of Crises in Emerging Markets", *NBER Working Papers*, nº 6300, diciembre.

DOOLEY, Michael P. e Inseok SHIN (2000), "Private Inflows when Crises are Anticipated: A Case Study of Korea", *NBER Working Papers*, nº 7992, noviembre.

DORNBUSCH, Rudiger y Alejandro WERNER (1994), "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, Brookings Institute.

DUMÉNIL, Gérard y Dominique LÉVY (2000), "Capital financiero y neoliberalismo: un análisis de clase" en Diego GUERRERO (comp.), *Macroeconomía y Crisis Mundial*, Trotta, Madrid, cap. 3, pp. 67-91.

EATWELL, John (1996), "International Capital Liberalisation: The Impact on World Development", *CEPA Working Papers*, serie 1, nº 1, New School for Social Research, octubre.

EATWELL, John y Lance TAYLOR (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Polity Press, Cambridge.

EDEY, Malcolm y Ketil HVIDING (1995), "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries", *Economics Department Working Papers*, nº 154, OCDE, mayo.

EDWARDS, Franklin R. y Xin ZHANG (1998), "Mutual Funds and Stock and Bond Market Stability", *Journal of Financial Services Research*, vol. 13, nº 3, junio, pp. 257-282.

EDWARDS, Sebastian (1999), "How Effective Are Capital Controls?", *NBER Working Papers*, nº 7413, noviembre.

EDWARDS, Sebastian (2000), "Exchange Rate Regimes, Capital Flows and Crisis Prevention", documento presentado en la conferencia *Economic and Financial Crises in Emerging Market Economies*, NBER, Woodstock, octubre.

EDWARDS, Sebastian y Miguel A. SAVASTANO (1999), "Exchange Rates in Emerging Economies: What Do We Know? What Do We Need to Know?", *NBER Working Papers*, nº 7228, julio.

EICHENGREEN, Barry y Ricardo HAUSMANN (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", *NBER Working Papers*, nº 7418, noviembre.

EICHENGREEN, Barry y Donald MATHIESON (1999), "Hedge Funds: What Do We Really Know?", *Economic Issues* nº 19, FMI, septiembre.

ESPINOSA, Marco y Steven RUSSELL (1996), "The Mexican Economic Crisis: Alternative Views", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, vol. 81, nº 1, enero-febrero, pp. 21-44.

FELIX, David (1995), "Financial Globalization Versus Free Trade: the Case for the Tobin Tax", *UNCTAD Discussion Papers*, nº 108, UNCTAD, noviembre.

FELIX, David (1998), "La globalización del capital financiero", *Revista de la CEPAL*, nº extraordinario, octubre, pp. 139-154.

FENDER, Ingo y Jürgen VON HAGEN (1998), "Central Bank Policy in a More Perfect Financial System", *Open Economies Review*, vol. 9, suplemento nº 1, pp. 493-531.

FLOOD, Robert P. y Peter M. GARBER (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples", *Journal of International Economics*, vol. 29, nº 1, agosto, pp. 1-13.

FMI (1991), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1992), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1993), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1994a), *Balance of Payments Statistics: Yearbook*, parte 1<sup>a</sup>, FMI, Washington D.C.

FMI (1994b), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1995), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1996), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1997), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1998a), *Estadísticas financieras internacionales, Anuario*, FMI, Washington D.C.

FMI (1998b), *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, FMI, Washington D.C.

FMI (1998c), *World Economic Outlook*, FMI, Washington DC, mayo.

FMI (1999a), *Estadísticas financieras internacionales, Anuario*, FMI, Washington D.C.

FMI (1999b), *Balance of Payments Statistics: Yearbook*, parte 1<sup>a</sup>, FMI, Washington D.C.

FRANKEL, Jeffrey A. (1999), "No Single Currency Regime is Right for All

Countries or at All Times”, *Essays in International Finance*, nº 215, Department of Economics, Princeton University, agosto.

FRANKEL, Jeffrey A. y Sergio L. SCHMUKLER (1996), “Country Fund Discounts and the Mexican Crisis of December 1994: Did Local Residents Turn Pessimistic Before International Investors?”, *Open Economies Review*, vol. 7, nº 4, otoño, pp. 511-534.

FRANKEL, Jeffrey A. y Sergio L. SCHMUKLER (1998), “Country Funds and Asymmetric Information”, *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 1886, Banco Mundial, febrero.

FRATZSCHER, Marcel (1998), “Why Are Currency Crises Contagious? A Comparison of the Latin American Crisis of 1994-1995 and the Asian Crisis of 1997-1998”, *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 134, nº 4, 4º trimestre, pp. 664-691.

GARBER, Peter M. (1996), “Managing Risks to Financial Markets from Volatile Capital Flows: the Role of Prudential Regulation”, *International Journal of Finance and Economics*, vol. 1, nº 3, julio, pp. 183-195.

GARBER, Peter M. (1998), “Derivatives in International Capital Flows”, *NBER Working Papers*, nº 6623, junio.

GARCÍA, Clara (2002), *Entradas de capital, gestión macroeconómica y crisis en economías emergentes: Tailandia, Malasia e Indonesia (1987-1997)*, tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

GARCÍA, Clara e Iliana OLIVIÉ (1998), “The Financial Crisis in South East Asia” en Beatriz PONT *et al.* “The Financial Crises in East Asia: The Cases of Japan, China, South Korea and South East Asia”, *Instituto Complutense de Estudios Internacionales (ICEI) Working Paper*, nº 11/1998, ICEI, Universidad Complutense de Madrid, octubre, pp. 45-64.

GARCÍA, Clara e Iliana OLIVIÉ (1999) “Pánico financiero y deficiencias estructurales en la crisis de Asia oriental”, *Boletín Económico de Información Comercial Española*, nº 2605, febrero, pp. 17-26.

GAVIN, Michael, Ricardo HAUSMANN, Carmen PAGES-SERRA y Ernesto STEIN (1999), “Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime”, *Inter-American Development Bank Working Paper*, nº 400, Banco Interamericano de Desarrollo, enero.

GIL-DÍAZ, Francisco (1998), “The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis”, *The Cato Journal*, vol. 17, nº 3, invierno, pp. 303-313.

GIUSSANI, Paolo (1999), “Elementos para la discusión de las crisis financieras”, documento presentado en el *Primer Seminario Internacional Complutense sobre Nuevas Direcciones en el Pensamiento Económico Crítico*, Universidad Complutense de Madrid, mayo.

GLYN, Andrew y Bob SUTCLIFFE (1999), "Still Underwhelmed: Indicators of Globalization and their Misinterpretation", *Review of Radical Political Economics*, vol. 31, nº 1, marzo, pp. 111-132.

GOLDSTEIN, Morris y Philip TURNER (1996), "Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options", *BIS Economic Papers*, nº 46, BPI, octubre.

GÓMEZ ALCÁZAR, Eduardo (1995), "Algunas consideraciones sobre los derechos y obligaciones de México como miembro de la OCDE", *Idea Económica*, nº 4, febrero, marzo, abril.

GREENSPAN, Alan (1998), "The Globalization of Finance", *The Cato Journal*, vol. 17, nº 3, invierno, pp. 243-250.

GRIFFITH-JONES, Stephany (1998), *Global Capital Flows: Should They be Regulated?*, Macmillan, Londres, cap. 1, pp. 1-21.

GRINBLATT, Mark, Sheridan TITMAN y Russ WERMERS (1995), "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior", *The American Economic Review*, vol. 85, nº 5, diciembre, pp. 1088-1105.

GRUBEN, William C. y Robert McCOMB (1997), "Liberalization, Privatization, and Crash: Mexico's Banking System in the 1990s", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, 1er trimestre, pp. 21-30.

GUTTENTAG, Jack y Richard HERRING (1984), "Credit Rationing and Financial Disorder", *The Journal of Finance*, vol. 39, nº 5, diciembre, pp. 1359-1382.

HAHM, Joon-Ho y Frederic S. MISHKIN (2000), "The Korean Financial Crisis: an Asymmetric Information Perspective", *Emerging Markets Review*, vol. 1, nº 1, mayo, pp. 21-52.

HAHM, Joon-Ho e Inseok SHIN (1998), "The Korean Crisis: Causes and Resolution", Korea Development Institute, documento presentado en la conferencia *The Korean Crisis*, East West Center y Korea Development Institute, Honolulu, agosto.

HAHNEL, Robin (1997), "Capitalist Globalism in Crisis. Part One: Boom and Bust", *Z Magazine*, diciembre.

HAHNEL, Robin (1998), "Capitalist Globalism in Crisis. Part Two: Understanding the Global Economic Crisis", *Z Magazine*, enero.

HALL, Michael G. (2000), "The Decline of Adjustable Pegs in Emerging-Market Countries", documento presentado en el seminario *2000 Annual Meeting of the American Political Science Association*, Marriott Wardman Park, agosto-septiembre.

HENTSCHEL, Ludger y Clifford W. SMITH (1997), "Derivatives Regulation: Implications for Central Banks", *Journal of Monetary Economics*, vol. 40, nº 2, octubre, pp. 305-346.

HERMALIN, Benjamin E. y Andrew K. ROSE (1999), "Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets", *NBER Working Papers*, nº 6886, enero.

HILLS, Carla A. y Peter G. PETERSON (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington D.C.

HONOHAN, Patrick (2000), "How Interest Rates Changed under Financial Liberalization. A Cross-Country Review", *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 2313, Banco Mundial, abril.

HUANG, Bwo-Nung y Chin-Wei YANG (2000), "The Impact of Financial Liberalization on Stock Price Volatility in Emerging Markets", *Journal of Comparative Economics*, vol. 28, nº 2, junio, pp. 321-339.

ISLAM, Azizul (1998), "The Dynamics of Asian Economic Crisis and Selected Policy Implications", *Papers for Discussion*, Expert Group Meeting, Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales, Naciones Unidas, Nueva York, julio.

JEANNE, Olivier (1997), "Are Currency Crises Self-Fulfilling? A Test", *Journal of International Economics*, vol. 43, nº 3-4, diciembre, pp. 263-286.

JOCHUM, Christian y Laura KODRES (1998), "Does the Introduction of Futures on Emerging Market Currencies Destabilize the Underlying Currencies?", *IMF Working Papers*, nº WP/98/13, FMI, febrero.

JOHNSTON, R. Barry y Chris RYAN (1994), "The Impact of Controls on Capital Movements on the Private Capital Accounts of Countries' Balance of Payments: Empirical Estimates and Policy Implications", *IMF Working Papers*, nº WP/94/78, FMI, julio.

JOUINI, Elyès (1996), "Produits dérivés, contrôle des risques et réglementation", *Revue d'Économie Financière*, nº 37, verano, pp. 203-220.

KAUFMANN, Daniel, Gil MEHREZ y Sergio SCHMUKLER (1999), "Predicting Currency Fluctuations and Crises: Do Resident Firms Have an Informational Advantage?", *World Bank Policy Research Working Paper*, nº WPS 2259, Banco Mundial, diciembre.

KEYNES, John M. (1936), *The General Theory of Employment Interest and Money*, Macmillan, Londres, cap. 12, pp. 147-164.

KIM, E. Han y Vijay SINGAL (1993), "Opening Up of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices" en Stijn CLAESSENS y Sudarshan GOOPTU (comps.), "Portfolio Investment in Developing Countries", *World Bank Discussion Paper*, nº WDP 228, diciembre, pp. 383-403.

KIM, Woochan y Shang-Jin WEI (1999), "Offshore Investment Funds: Monsters in Emerging Markets?", *NBER Working Papers*, nº 7133, mayo.

KINDLEBERGER, Charles P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Basic Books, Nueva York.

KNIGHT, Malcolm (1998), “Developing Countries and the Globalization of Financial Markets”, *World Development*, vol. 26, nº 7, julio, pp. 1185-1200.

KREGEL, Jan A. (1998a), “Yes, ‘It’ Did Happen Again. A Minsky Crisis Happened in Asia”, *Jerome Levy Institute Working Paper*, nº 234, The Jerome Levy Institute of Bard College, abril.

KREGEL, Jan A. (1998b), “Derivatives and Global Capital Flows: Applications to Asia”, *Jerome Levy Institute Working Paper*, nº 246, The Jerome Levy Institute of Bard College, agosto.

KRUGMAN, Paul (1979), “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, nº 3, agosto, pp. 311-325.

KRUGMAN, Paul (1998), “What Happened to Asia?”, Massachusetts Institute of Technology, mimeografiado, enero.

LAKONISHOK, Josef, Andrei SHLEIFER y Robert VISHNY (1992), “The Impact of Institutional Trading on Stock Prices”, *Journal of Financial Economics*, vol. 32, nº 1, agosto, pp. 23-43.

LEE, Ju-Ho y Jong-Il YOU (2000), “Economic and Social Consequences of Globalization: the Case of South Korea”, *CEPA Working Papers*, serie 1, nº 17, New School for Social Research, febrero.

LEVINE, Ross (1996), “Stock Markets: A Spur to Economic Growth”, *Finance and Development*, vol. 33, nº 1, marzo.

LLEWELLYN, David T. (2000), “Some Lessons for Bank Regulation from Recent Crises”, *DNB Staff Reports*, nº 51, De Nederlandsche Bank.

LOBEJÓN, Luis F. (2000), “La atracción por el riesgo en la nueva lógica de funcionamiento de los mercados financieros y monetarios internacionales”, documento presentado en la *II Reunión de Economía Mundial*, Universidad de León, mayo.

LUSTIG, Nora C. y Jaime ROS (2000), “Trade and Financial Liberalization with Volatile Capital Flows: Macroeconomic Consequences and Social Impacts in Mexico during the 1990s”, *CEPA Working Papers*, serie 1, nº 18, New School for Social Research, febrero.

MANKIW, N. Gregory (1986), “The Allocation of Credit and Financial Collapse”, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 101, nº 3, agosto, pp. 455-470.

MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, Ángel (2000), *Economía política de la globalización*, Ariel Economía, Barcelona.

MAXFIELD, Sylvia (1997), “Capital Mobility and Mexican Financial Liberalization” en Michael LORIAUX *et al.*, *Capital Ungoverned, Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press, Ithaca, cap. 4, pp. 92-119.

McKINNON, Ronald I. (1993), *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, 2<sup>a</sup> edición, cap. 10, pp. 113-119.

McKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1996), “Credible Liberalizations and International Capital Flows: The ‘Overborrowing Syndrome’” en Takatoshi ITO y Anne O. KRUEGER (comps.), *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, Chicago University Press, Chicago, cap. 1, pp. 7-45.

McKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1997), “Credible Economic Liberalizations and Overborrowing”, *The American Economic Review*, vol. 87, nº 2, mayo, pp. 189-203.

McKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1998), “The Overborrowing Syndrome: Are East Asian Economies Different?” en Reuven GLICK (comp.), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Perspectives from the Pacific Basin*, Cambridge University Press, Cambridge, cap. 11, pp. 322-355.

McKINNON, Ronald I. y Huw PILL (1999), “Exchange-Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing”, *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 15, nº 3, otoño, pp. 19-38.

McNALLY, David (1998), “Globalization on Trial: Crisis and Class Struggle in East Asia”, *Monthly Review*, vol. 50, nº4, septiembre, pp. 1-14.

MINSKY, Hyman P. (1977), “A Theory of Systemic Fragility” en Edward I. ALTMAN y Arnold W. SAMETZ (comps.), *Financial Crises: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, Wiley and Sons, Nueva York, cap. 6, pp. 138-152.

MINSKY, Hyman, P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.

MISHKIN, Frederic S. (1996), “Understanding Financial Crises: a Developing Country Perspective”, *NBER Working Papers*, nº 5600, mayo.

MISHKIN, Frederic S. (1998), “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, *NBER Working Papers*, nº 6390, enero.

MISHKIN, Frederic S. (2001), “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Economies”, *NBER Working Papers*, nº 8087, enero.

MONTES-NEGRET, Fernando y Luis LANDA (1999), “The Behavior of Domestic Interest Rates and Bank Spreads in Mexico During Episodes of Financial and External Liberalization”, Banco Mundial, mimeografiado.

MUSSA, Michael y Anthony RICHARDS (1999), “Capital Flows in the 1990s Before and After the Asian Crisis”, documento presentado en la conferencia *Capital Flows, Financial Crises, and Policies*, Banco Mundial, FMI y OMC, abril.

OBSTFELD, Maurice (1986), “Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises”, *The American Economic Review*, vol. 76, nº 1, marzo, pp. 72-81.

OBSTFELD, Maurice (1994), “The Logic of Currency Crises”, *NBER Working Papers*, nº 4640, septiembre.

OBSTFELD, Maurice (1996), “Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features”, *European Economic Review*, vol. 40, nº, 3, abril, pp. 1037-1047.

OCDE (1996), “Trade Liberalisation Policies in Mexico”, OCDE, agosto, caps. 1, 2 y 6.

OMC (2001), *International Trade Statistics*, OMC, Ginebra.

ORTIZ, Guillermo (1998), “What Lessons does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?”, *Finance and Development*, vol. 35, nº 2, junio.

PALAZUELOS, Enrique (1998), *La globalización financiera: la internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX*, Síntesis, Madrid.

PALAZUELOS, Enrique (2001), “Desequilibrio externo y crecimiento económico en México, una perspectiva de largo plazo”, *Información Comercial Española (ICE)*, nº 795, noviembre-diciembre, pp. 9-36.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B. y L. Randall WRAY (1999), “Minsky’s Analysis of Financial Capitalism”, *Jerome Levy Institute Working Paper*, nº 275, The Jerome Levy Institute of Bard College, julio.

PARK, Innwon y Yung Chul PARK (2000), “Who Destabilized the Korean Stock Market?”, documento presentado en la conferencia *The Korean Currency Crisis*, NBER, Cambridge, febrero.

PARK, Yung Chul y Chi-Young SONG (2001), “Financial Contagion in the East Asian Crisis with Special Reference to the Republic of Korea” en Stijn CLAESSENS y Kristin FORBES (comps.), *International Financial Contagion*, Kluwer Academic Publishers, Boston, cap. 10.

RAMOS, Antonio (1998-1999), *La construcción de relatos razonados*, apuntes de curso de doctorado, Departamento de Economía Aplicada 1, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.

REISEN, Helmut (1999), “After the Great Asian Slump: Towards a Coherent Approach to Global Capital Flows”, *Policy Brief* nº 16, OECD Development Centre, OCDE, enero.

RICHARDS, Anthony J. (1996), "Volatility and Predictability in National Stock Markets: How Do Emerging and Mature Markets Differ?", *IMF Working Papers*, nº WP/96/29, FMI, abril.

RODRÍK, Dani y Andrés VELASCO (1999), "Short-Term Capital Flows", *NBER Working Papers*, nº 7364, septiembre.

ROS, Jaime (1999), "From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: the Mexican Economy in the 1990s", documento presentado en el seminario *Preventing Financial Crises: Lessons from 'Successful' Emerging Economies*, ECLAC, Santiago de Chile, septiembre.

ROSSI, Marco (1999), "Financial Fragility and Economic Performance in Developing Economies: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter?", *IMF Working Papers*, nº WP/99/66, FMI, mayo.

SACHS, Jeffrey, Aaron TORNELL y Andrés VELASCO (1995), "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?", *NBER Working Papers*, nº 5142, junio.

SACHS, Jeffrey, Aaron TORNELL y Andrés VELASCO (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *Journal of International Economics*, vol. 41, nº 3-4, noviembre, pp. 265-283.

SÁNCHEZ DAZA, Alfredo y Ramón SÁNCHEZ TABARÉS (2000), "Desregulación y apertura del sector financiero mexicano", *Comercio Exterior*, vol. 50, nº 8, agosto, pp. 686-697.

SAXENA, Sweta C. y Kar-yiu WONG (1999), "Currency Crises and Capital Controls: A Selective Survey", *Discussion Papers in Economics*, Department of Economics, University of Washington, Seattle, enero.

SCHWARTZ, Anna J. (1998), "International Financial Crises: Myths and Realities", *The Cato Journal*, vol. 17, nº 3, invierno, pp. 251-256.

SHAFER, Jeffrey R. (1987), "Managing Crises in the Emerging Financial Landscape", *OECD Economic Studies*, nº 9, otoño, pp. 55-78.

SHAH, Atul K. (1995), "Regulating Derivatives: Operator Error or System Failure?", *Discussion Paper* nº 95/398, Department of Economics, University of Bristol, abril.

SIAS, Richard W. (1996), "Volatility and the Institutional Investor", *Financial Analysts Journal*, vol. 52, nº 2, marzo-abril, pp. 13-20.

SIEMS, Thomas F. (1996), "Los derivados financieros: ¿Se justifican nuevas regulaciones?", *Boletín del CEMLA*, vol. 42, nº 1, enero-febrero, pp. 18-28.

STIGLITZ, Joseph E. (1999), "Reforming the Global Economic Architecture: Lessons from Recent Crises", *The Journal of Finance*, vol. 54, nº 4, agosto, pp. 1508-1521.

STIGLITZ, Joseph E. y Andrew WEISS (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, *The American Economic Review*, vol. 71, nº 3, junio, pp. 393-410.

STULZ, René M. (1999), “Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital”, *NBER Working Papers*, nº 7021, marzo.

TAYLOR, Chris (1999), “Global Financial Architecture in a Time of Change. An Exercise in Building Bridges”, *The South African Journal of Economics*, vol. 67, nº 4, diciembre, pp. 410-437.

TOBIN, James (1984), “On the Efficiency of the Financial System”, *Lloyds Bank Review*, nº 153, julio, pp. 1-15.

TRIGUEROS, Ignacio (1998), “Capital Flows and Investment Performance: Mexico” en Ricardo FFRENCH-DAVIS y Helmut REISEN (comps.), *Capital Flows and Investment Performance: Lessons from Latin America*, Development Centre Studies, OCDE, París, cap. 7, pp. 193-213.

UNCTAD (2001a), *Trade and Development Report*, 2ª parte: “Global Trends and Prospects. Financial Architecture”, UNCTAD, Nueva York y Ginebra.

UNCTAD (2001b), *World Investment Report: Promoting Linkages*, UNCTAD, Nueva York y Ginebra.

WOO-CUMINGS, Meredith (1997), “Slouching Toward the Market: the Politics of Financial Liberalization in South Korea” en Michael LORIAUX *et al.*, *Capital Ungoverned: Liberalizing Finance in Interventionist States*, Cornell University Press, Ithaca, cap. 3, pp. 57-91.

YAFFE, David (1997), “Countdown to Capitalism’s Collapse”, *Fight Racism! Fight Imperialism!*, nº 140, diciembre-enero.

Algunos datos estadísticos han sido extraídos de bases de datos *on line* de diversos organismos. Las fuentes consultadas en Internet son las siguientes:

Banco de Corea (*Bank of Korea*):

<http://www.bok.or.kr>

Centro Coreano de Información sobre Bienes Raíces (*Korean Real Estate Information Center*, KREIC):

<http://www.kreic.com>

Oficina Nacional de Estadística de Corea (*National Statistical Office*, NSO):

<http://www.nso.go.kr>

Servicio de Supervisión Financiera de Corea (*Financial Supervisory Service*, FSS):

<http://www.fss.or.kr>