Liberalización y crisis financiera

EUGENIA CORREA*

Introducción

La crisis financiera asiática ha dado lugar a diversas preguntas sobre sus alcances y consecuencias. A un año de la primera devaluación del baht tailandés, la inestabilidad financiera continúa y se extiende por todo el orbe. Los acontecimientos financieros y políticos han alterado los pronósticos sobre la magnitud de la contracción económica del Sudeste Asiático y del resto del mundo, así como del inicio de la recuperación. La crisis financiera de aquella región, que incluye a Japón y Corea, obliga a reevaluar las principales tendencias económicas mundiales, por sus efectos en la dinámica mundial que revela claros descensos en el comercio, las inversiones y el crecimiento económico.

A pesar de la confianza del FMI en una pronta recuperación de esos países con base en las políticas recomendadas, es muy profundo el deterioro económico de las economías más dinámicas de los años ochenta y noventa, además de que recobrar la confianza y la solvencia en los sistemas financieros nacionales es un proceso, en cualquier caso, de largo plazo. Por otra parte, las políticas recomendadas por el Fondo, e incluso su existencia misma, han sido muy cuestionadas.

Japón fue incapaz de actuar como prestamista de última instancia de la región, lo que abrió paso a que la crisis fuera gestionada por las autoridades financieras estadounidenses. Es previsible que la solución de la propia crisis bancaria japonesa se basará en la ampliación del posicionamiento en su mercado de intermediarios financieros extranjeros, especialmente de Estados Unidos.

* *Posgrado de la Facultad de Economía, UNAM <correa@servidor.unam.mx>.* *La autora agradece el apoyo de los becarios de maestría Claudia Maya y Carlos Argüello.*

El nuevo grado de conglomeración en diversos sectores económicos, particularmente en Estados Unidos, impone cambios en las estructuras de precios relativos que en condiciones de deflación destruyen parte de las estructuras productivas en algunas regiones y países, en especial en los que registran sobreproducción y sobreendeudamiento, como es el caso de las economías del Sudeste Asiático. Así, la tendencia a la regionalización económica, mediante la configuración de tres grandes bloques en torno al dólar, el marco y el yen, parece haberse quebrado con la crisis del Sudeste Asiático, y en su lugar se presentan formas conflictivas de expansión de la zona dólar.

Es indudable la tendencia a la recuperación de la ventaja de los bancos y en particular de los conglomerados financieros estadounidenses, a pesar de la todavía presente segmentación en su propio mercado, basada en su posicionamiento en dólares. También se sustenta en el amplio diferencial de tasas de interés en depósitos en dólares presente en los años noventa. Además, la condición de rendimientos elevados en dólares no constituye un freno para la expansión económica de Estados Unidos, en particular por la desregulación de su mercado interno y su capacidad para atraer rendimientos generados en todo el mundo.

De todo ello se deriva que, cuando menos por lo que toca al plano económico, Estados Unidos podrá continuar ampliando su espacio económico durante más tiempo, sin tener que acotar su propio espacio. La consolidación de Europa con una moneda única no necesariamente podría constituirse en un obstáculo; por el contrario, si bien esos países mantienen políticas contraccionistas para alcanzar la convergencia, la lucha por los mercados y el nuevo grado de conglomeración puede imponer pérdidas que debiliten la posición de los conglomerados "europeos".

Las consecuencias económicas de la actual crisis financiera internacional aún son imprevisibles y el FMI ha moderado sus

a. Cifras preliminares.
Fuente: FMI, *World Economic Outlook*, mayo de 1998.

pronósticos en diversas ocasiones. En la actualidad se reconoce que el ritmo de crecimiento económico mundial en 1998 descenderá en un punto porcentual con respecto a las tasas alcanzadas en 1996 y 1997. Para el conjunto de las economías en desarrollo, sin embargo, será superior a los dos puntos porcentuales y para los países latinoamericanos de 1.5 puntos. También se pronostica un señalado descenso en el crecimiento del volumen del comercio mundial, a lo que se agrega la caída en los precios de las materias primas, incluido el petróleo. El ritmo inflacionario disminuye en todo el mundo; en particular, los países en desarrollo pasaron de una tasa de inflación promedio de 48% en 1994 a 8.5% en 1997. Sin embargo, las tasas de interés nominales para depósitos en dólares registran incrementos desde 1994, en tanto que para los depósitos en yenes y en marcos han descendido, con la consecuente revaluación del dólar desde mediados de 1995 (véase la gráfica).

La crisis de México de 1994 no afectó en forma severa el desempeño económico mundial, aunque el ritmo de crecimiento de América Latina descendió más de tres puntos porcentuales. Durante 1998, el encarecimiento del refinanciamiento de los pasivos de la región contratados en dólares, aunado al deterioro del comercio y de los precios de las materias primas, permite prever una caída general en el ritmo de crecimiento de la región, incluso mayor que la prevista por el FMI; el crecimiento se ubicará muy por debajo del ritmo alcanzado en 1993 y 1996 y, por supuesto, será mucho menor que el promedio de 6% de los años sesenta y setenta.

El diferencial entre el ritmo de crecimiento económico y las altas tasas de interés en dólares es, así, uno de los más importantes desequilibrios de la economía mundial contemporánea. En este trabajo se examinan algunos aspectos de su origen y sus consecuencias en la fragilidad e inestabilidad financieras.

En la primera parte se abordan los principales cambios en los mercados financieros internacionales desde la ruptura del orden monetario y financiero establecido en Bretton Woods. En la segunda se pasa revista a los efectos del tránsito de la "represión" a la libertad financiera, así como al contenido de las reformas de segunda generación impulsadas por el FMI. Más adelante se destacan algunos efectos de las crisis bancarias y financieras en el patrón monetario y finalmente se tratan las condiciones actuales del proceso de globalización financiera en México.

CUADRO 1

TASA DE INTERÉS, AHORRO E INVERSIÓN DE LAS MAYORES ECONOMÍAS, 1960-1997 (PORCENTAJES)

País	1960-1970	1971-1980	1981-1990	1997
Tasa de interés[1]				
Estados Unidos	2.6	1.3	6.2	4.4
Japón	3.7	– 0.2	4.8	1.1
Alemania	3.9	3.2	5.0	4.5
Francia	2.8	0.2	5.6	4.6
Reino Unido	2.9	– 1.3	5.0	4.5
Tasa de ahorro[2]				
Estados Unidos	19.8	19.5	17.4	15.8
Japón	35.9	34.4	31.4	29.6
Alemania	27.3	23.7	22.6	22.6[a]
Francia	25.5	25.4	19.7	18.8
Reino Unido	17.0	17.5	16.8	15.9
Tasa de inversión[3]				
Estados Unidos	18.8	19.3	18.0	17.0
Japón	36.4	33.8	29.3	28.2
Alemania	26.6	23.0	20.2	20.1
Francia	26.7	25.2	20.2	17.3
Reino Unido	18.9	19.6	17.0	13.3

1. Tasa de interés real de largo plazo. 2. Tasa de ahorro bruto nacional/producto interno bruto, 1996. 3. Tasa de inversión bruta nacional/producto interno bruto.
a. Estimación.
Fuente: M. Aglietta, *Macroéconomie financiére*, La Découverte, París, 1995; FMI, *World Economic Outlook*, mayo de 1998, y FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, mayo de 1998.

Desregulación y liberalización financiera

Los mercados financieros del orbe están inmersos en una creciente competencia en el marco de la desregulación y la liberalización financieras, sin que éstas se reflejen en una mayor eficiencia en el financiamiento de la actividad productiva o en la promoción de mayores tasas de crecimiento económico. Los mercados financieros liberados han sido inestables y su fragilidad financiera se ha convertido en crisis financieras y bancarias recurrentes en más de 130 países.

El paso de mercados "reprimidos" a mercados liberados no ha conducido ni al incremento del ahorro, la inversión y el crecimiento, ni al descenso de las tasas de interés reales en las mayores economías. La tasa de interés promedio real de largo plazo en Estados Unidos en los sesenta fue de 2.6%, en los ochenta de 6.2% y en los noventa se mantiene por encima de 4%; la tasa de ahorro bruto promedio en los mismos años pasó de 19.8 a 17.4 por ciento y en los noventa permanece en alrededor de 16% del PIB; la tasa de inversión bruta nacional fue de 18.8% y descendió a 17% en esos años; la tasa de crecimiento promedió 4% de 1960 a 1973 y cayó a 2.8% en los años noventa. Sin excepción, la tasa de ahorro ha caído en las mayores economías, como se aprecia en el cuadro 1.[1]

1. Michael Aglietta, *Macroéconomie Financiere*, La Découverte, París, 1995.

CUADRO 2

TASA DE CRECIMIENTO MEDIA ANUAL DE LAS MAYORES ECONOMÍAS 1960-1997 (PORCENTAJES)

País	1960-1973	1973-1979	1980-1990	1991-1997
Estados Unidos	4.0	2.6	2.8	2.8
Japón	9.8	3.6	4.2	1.0
Alemania	4.5	2.4	2.3	1.5
Francia	5.6	3.1	2.2	1.5
Reino Unido	3.1	1.4	2.6	2.4

Fuente: M. Aglietta, *Macroéconomie financiére*, La Découverte, París, 1995, y FMI, *World Economic Outlook*, mayo de 1998, y *Estadísticas Financieras Internacionales*, mayo de 1998.

La insuficiencia del crecimiento económico en los años ochenta y noventa, como se ve en el cuadro 2 para el caso de las economías más importantes, junto con la creciente fragilidad financiera, han conducido a mayores esfuerzos en materia de innovación financiera a fin de fortalecer la cobertura contra los riesgos y la rentabilidad de los activos financieros. Desde la quiebra de Bretton Woods es posible identificar tres grandes etapas de la transformación de los mercados financieros.[2]

Primera etapa

Desde principios de los setenta hasta la crisis de la deuda de 1982, fase caracterizada por elevadas tasas de inflación y bajas tasas reales de interés, crece muy rápidamente el crédito bancario en los mercados locales y en el internacional. Dicho crédito es principalmente de corto y mediano plazos y a tasas de interés variable. Son los años del auge del endeudamiento público latinoamericano, del incremento del crédito sindicado, del acortamiento de los perfiles de vencimiento de los pasivos y del cambio en la administración del balance de los bancos para adaptarlos al incremento en los costos de fondeo, desde tasas estables de largo plazo a tasas variables y de corto plazo. El fondeo de los intermediarios financieros cambió hacia el mercado interbancario, mientras que los estados nacionales abandonaban las políticas de control de cambios y de tasas de interés.

Segunda etapa

Transcurre desde la crisis de deuda hasta finales de los años ochenta y se caracteriza por procesos de control de la inflación en las mayores economías y significativos descensos de ésta con elevado crecimiento del endeudamiento de los estados nacionales. La titulación del crédito se convierte en la fórmula fundamental para flexibilizar el manejo de los balances bancarios al liberar activos comprometidos de bajo rendimiento. La fron-

2. Eugenia Correa, *Crisis y desregulación financiera*, Siglo XXI Editores, México, 1998.

tera entre los bancos comerciales y de inversión va dejando de existir al ritmo de la propia titulación del crédito; los fondos de inversión cobran gran importancia tanto para la administración del balance de los bancos, como para mantener la rentabilidad de los activos financieros de toda clase. La titulación del crédito se acompaña de una amplia difusión de la innovación financiera.

Tercera etapa

La tercera etapa se ubica desde fines de los años ochenta, cuando se presenta la restricción financiera (*credit-crunch*) en Estados Unidos, hasta nuestros días. Se caracteriza por una amplia difusión de los productos derivados, lo que da lugar a una enorme liquidez en manos privadas frente a mayores niveles de sobreendeudamiento. La desregulación financiera se convierte en la palanca fundamental para revertir los efectos deflacionarios del sobreendeudamiento en la economía estadounidense,[3] permitiendo altos rendimientos financieros de los activos en poder de los fondos de inversión. Estos últimos rediseñan el mercado y capturan rentas financieras de otras latitudes. Se exacerba la competencia entre los intermediarios financieros acelerándose los procesos de internacionalización de los intermediarios, fusiones y adquisiciones. Las crisis financiera mexicana de 1994 y la del Sudeste Asiático de 1997 caracterizan a esta etapa como una en la que la inestabilidad creciente en los llamados mercados emergentes comprueba el traslado de las tendencias deflacionarias con una extensa destrucción de capacidades productivas nacionales y una redistribución en la propiedad de los activos.

Principales cambios estructurales

La inestabilidad cambiaria y del rédito ha conducido a verdaderos cambios estructurales en los mayores mercados financieros. Empero, aún no se delinean los rasgos característicos de las nuevas estructuras financieras capaces de ofrecer financiamiento estable y de largo plazo, imprescindible para ampliar las capacidades productivas. En esta medida, el restablecimiento de normas cambiarias y la estabilización de las tasas de interés aparecen como elementos esenciales para emprender una etapa de crecimiento económico estable y de largo plazo. Entre los cambios financieros estructurales acaecidos en los últimos 25 años pueden citarse:

1) El acortamiento de los plazos en depósitos e instrumentos financieros, con el desarrollo de un activo mercado secundario de títulos que ha conducido a desdibujar la distinción entre las nociones de circulante. "En particular, el 'dinero' ha venido siendo menos distinguible de otros pasivos de los intermediarios financieros".[4]

2) El cambio en los fondos bancarios a pasivos con remuneración y procedentes principalmente de los mercados monetarios. El crecimiento de la titulación del crédito, así como el crecimiento de las operaciones fuera de balance de los bancos, en particular con el uso de instrumentos derivados y la administración y el comercio de títulos. Todo ello ha cambiado la estructura de los ingresos de los bancos desde los márgenes hacia las comisiones.[5]

3) Gradualmente han desaparecido las fronteras que separaban a la banca de depósito de la de inversión. Al tiempo que la actividad en los mercados de dinero y capitales se fortalece, el crédito declina en los mercados y crece la actividad de los fondos de inversión con un alto grado de concentración de activos financieros en manos de unos cuantos administradores que pueden mover grandes volúmenes de activos en muy corto plazo, desestabilizando monedas y economías tan poderosas como la del Reino Unido en 1992 o tan pequeñas como la mexicana o la de Tailandia.

4) El volumen y el tamaño de las transacciones financieras han crecido rápidamente. El creciente desarrollo de las operaciones bancarias fuera de balance ha estrechado los vínculos entre los intermediarios financieros, concentrándose aún más el manejo de los mercados, con una importante tendencia al fortalecimiento de verdaderos megaconglomerados financieros.

5) Los problemas de supervisión financiera se han vuelto mucho más complejos, mientras que la calificación de los niveles de riesgo y las posibilidades de intervención de las autoridades financieras se tornan más difíciles.

6) La deuda de los gobiernos ha sido una de las bases más importantes para el crecimiento de los activos financieros, y las tasas de interés ofrecidas por esos títulos son el instrumento privilegiado para lograr objetivos en materia cambiaria. En particular, Estados Unidos ha debido mantener tasas de interés de los instrumentos gubernamentales significativamente más elevadas que Japón y Alemania en la segunda mitad de los años ochenta y noventa a fin de impedir una salida masiva de activos financieros de su mercado y continuar financiando sus déficit.

7) La incapacidad creciente de los estados nacionales para regular la actividad de grandes conglomerados financieros, siquiera para supervisar los niveles de riesgo de sus distintas operaciones. Ello cuestiona toda posibilidad de que las autoridades financieras frenen una crisis sistémica, lo cual sí ha sido posible por medio de crecientes niveles de liquidez generados por los propios intermediarios.

No es posible demostrar, sin embargo, que todas esas transformaciones han consolidado nuevas estructuras financieras, dado que la fragilidad e inestabilidad financieras permanecen como rasgo característico en los mercados de todo el mundo. Al mismo tiempo, no es posible ignorar los cambios que continúan operando en la propiedad de los activos financieros y no finan-

3. Eugenia Correa, "Desregulación financiera y sobreendeudamiento México-Estados Unidos", en Alicia Girón y Eugenia Correa (coords.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, Instituto de Investigaciones Económicas/Dirección General de Asuntos del Personal Académico, UNAM, y Ediciones El Caballito, México, 1998.

4. OCDE, *The New Financial Landscape*, París, 1995, p.10.

5. Eugenia Correa, *Crisis y desregulación financiera*, *op. cit.*

cieros y la creciente competencia en el curso de quiebras y fusiones en muy diversos sectores de la actividad económica.[6]

Como en otros momentos lo ha mostrado la historia financiera, es posible retornar a sistemas financieros administrados en donde la gestión estatal restablezca su capacidad de regulación y supervisión de los mercados y de los intermediarios financieros. En las actuales tendencias a la globalización financiera urgen nuevas fórmulas de regulación nacionales e internacionales para estabilizar las economías y alcanzar ritmos de crecimiento económico estables en el largo plazo.

Libertad financiera, crisis bancarias y reformas de segunda generación

Los mercados financieros y las relaciones financieras internacionales han cambiado profundamente a partir de la ruptura del orden monetario y financiero establecido en Bretton Woods. Los términos de intercambio entre las mayores economías quedaron rotos y los intermediarios financieros privados se han convertido en la mayor fuente de liquidez. Desregulación e innovación financiera acompañadas de una acelerada incorporación tecnológica en procesamiento de información y comunicaciones han cambiado radicalmente los mercados financieros del orbe, con una pérdida creciente de eficacia de las políticas financieras tradicionales.

El paso de unos mercados financieros "reprimidos" a otros cada vez más desregulados no ha significado una mayor eficiencia en el financiamiento de la inversión, ni tampoco una tendencia al aumento del ahorro privado, mientras que las tasas de interés reales desde los años ochenta permanecen en niveles altos. Desde 1980 la liberalización ha estado acompañada de crisis bancarias en más de 130 países, con elevados costos fiscales y productivos.[7] Todo ello cuestiona los resultados de la liberalización y la apertura de los mercados, así como de los intermediarios y los caminos de transformación de las estructuras financieras.

Las economías en desarrollo no han estado al margen de estas tendencias y han sufrido las transformaciones financieras, ajustándose a ellas con enormes limitaciones para reconocer el proceso y contener sus efectos más devastadores. Tal ha sido el caso de las grandes crisis financieras, como las de 1982, 1994 y, más recientemente, la asiática. Estas crisis han puesto en evidencia la escasa capacidad de negociación de los países en desarrollo, incluso como "mercados emergentes", y la carencia de fórmulas propias para enfrentar los embates de la "libertad" financiera. También han mostrado un previsible futuro de sucesivos ajustes y transferencia en la propiedad de los activos, de continuar por el camino del endeudamiento, la apertura y la liberalización financiera.

En medio de la inestabilidad financiera presente con la liberalización en los mercados emergentes, tanto el Banco Mundial como el FMI insisten en defender la libertad de los movimientos internacionales de capital. Así, el estallido de las crisis financieras recientes, como la de México, Indonesia, Tailandia, Rusia y Colombia, ha impulsado el incremento de las tasas de interés internas para recuperar rápidamente la confianza en las monedas nacionales devaluadas. Sin embargo, la confianza perdida en los activos financieros denominados en monedas nacionales sólo la recuperan los inversionistas extranjeros tiempo después (México, por ejemplo). La defensa de la libertad cambiaria impone elevados costos fiscales y económicos a los países así comprometidos y además profundiza los problemas que dieron origen al estallido de la crisis financiera.[8] En pocas palabras, el desequilibrio entre las tasas de interés y el ritmo de crecimiento económico. La fragilidad en los balances bancarios procedente de la liberalización y desregulación financiera termina por aflorar como quiebra bancaria al enfrentar el desequilibrio monetario de sus activos y pasivos (*currency mismatching*).

La defensa del FMI de la libertad de los movimientos de capital ha conducido a la quiebra a muy diversos sistemas financieros. En los próximos años se prevé impulsar políticas para una reforma económica de "segunda generación", la cual incluye, entre otras muchas cuestiones, profundos cambios en la organización de los sistemas financieros de estos países. Se parte de la consideración de que las crisis bancarias sucesivas se han originado en los débiles y atrasados cuerpos supervisores financieros, en el irrestricto seguro de depósito (que implícita o explícitamente ha estado presente en los rescates bancarios) y en políticas macroeconómicas erróneas que han deteriorado la capacidad de acumulación de reservas internacionales (en particular por los déficit fiscales).[9] El FMI plantea impulsar, entre otras, las siguientes acciones:

i) Incorporar a la supervisión de las políticas de los países normas para homogeneizar los criterios de supervisión y regulación financiera.

ii) Modificar los sistemas de seguro de depósito para limitar su alcance y evitar el riesgo moral.

iii) Cambiar la legislación en materia de quiebra y liquidación tanto de intermediarios financieros como de empresas que caigan en posiciones de insolvencia.

6. "Declarar que la hipertrofia financiera y su cortejo de males sería 'irreversible', es colocarse dentro de una forma muy sospechosa de determinismo histórico. En un sentido más fuerte, se trataría de atribuir a los procesos sociales, producto de la actividad humana, un estatuto análogo a aquellos de la evolución biológica. Ciertamente, convocar a la idea de 'irreversibilidad' acompañada de la idea de 'realismo' equivale a tomar una posición de justificación del orden establecido..." François Chesnais (coord.), *La mondialisation financiére*, Syros, París, 1996, p. 30.

7. Carl-Johan Lindgren, Gillian García y Matthew I.Saal, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, FMI, Washington, 1996.

8. Ash Demirgue-Kunt y Enrica Detragiache, "The Determinant of Banking Crisis: Evidence from Developing and Developed Countries", Working Paper, FMI, Washington, septiembre de 1997. En un análisis de una muestra de países con crisis bancarias en los años ochenta y noventa se señala que las altas tasas de interés reales se asocian a la aparición de problemas en el sector bancario. Igualmente se incluye la vulnerabilidad a las súbitas salidas de capital.

9. FMI, *World Economic Outlook*, Washington, mayo de 1998, pp. 120 y siguientes.

iv) Constituir autoridades monetarias autónomas y, donde sea posible, avanzar hacia alguna modalidad de cajas de conversión o consejos monetarios.

v) Reformar los sistemas de pagos para transparentar las operaciones y mantener una vigilancia cotidiana y activa sobre los intermediarios.

vi) Reformar los marcos jurídicos nacionales para una operación eficiente de los intermediarios, en particular para la recuperación de las garantías.

vii) Remover cualquier tipo de restricciones a la operación de intermediarios financieros extranjeros.

Sin duda, algunas de estas acciones podrían ser instrumentadas por los países y alcanzar una operación más eficiente, con menor riesgo en la intermediación financiera. Sin embargo, en el marco de la libertad del movimiento de capitales, ello no significará una recuperación sostenida y de largo plazo del financiamiento del desarrollo. Por el contrario, impulsará una desnacionalización de sus sistemas financieros y reforzará las condiciones de transferencia del ahorro generado en el país hacia la remuneración de capitales de muy corto plazo y con altas expectativas de rentabilidad. Ello tampoco solucionará, cuando menos en el corto y mediano plazos, los problemas de fragilidad financiera provocados por el enorme diferencial entre las exigencias de remuneración de los capitales y los incrementos de la productividad y rentabilidad locales. Esto seguirá expresándose, incluso con mayor fuerza, en quiebras y disolución de intermediarios financieros locales y nacionales, ahí donde se haya resistido el primer embate de la crisis bancaria.

La actual crisis financiera en el Sudeste Asiático muestra que la liberalización y desregulación financiera de los últimos años ocasiona crisis bancarias y financieras incluso en economías con elevadas tasas de crecimiento, ahorro e inversión, así como equilibrio fiscal. El éxito económico mediante un importante crecimiento de sus exportaciones durante más de 15 años, acompañado de flujos de capital privado conforme a la fórmula de inversión extranjera directa, no fueron suficientes para contener los efectos financieros procedentes de los altos rendimientos, muy por encima de los incrementos en la productividad y las ganancias empresariales.[10]

La llamada globalización financiera encuentra modalidades conflictivas de expresión en el curso de la inestabilidad monetaria y financiera y plantea en el orden del día de las agendas de los países más avanzados la búsqueda de nuevas fórmulas de cooperación monetaria y financiera internacional, en especial si se considera la necesidad no sólo de la estabilidad de precios, sino también de la cambiaria.

Las características y los efectos de los flujos de capital internacional han sido muy discutidos, aunque es necesario incluir

10. Algunos analistas señalan que la crisis asiática tiene su origen en una caída de los rendimientos sobre el capital de los grandes conglomerados, mientras que esos rendimientos en conglomerados estadounidenses son muy superiores. Sin embargo, esa insistencia radica en la creciente brecha entre los rendimientos empresariales y financieros. Jim Rohwer, "El bajo rendimiento de las inversiones: la razón de fondo de la crisis asiática", *Fortune*, 30 de marzo de 1998.

Los mercados financieros y las relaciones financieras internacionales han cambiado profundamente a partir de la ruptura del orden monetario y financiero establecido en Bretton Woods

en esos análisis los costos fiscales de los rescates financieros, los costos productivos de las economías que caen en recesión o lento crecimiento, las pérdidas salariales y el incremento de la tasa de desempleo debidos a las caídas en la tasa de inversión. Esos costos los pagan las empresas, los trabajadores y los contribuyentes de todos los países y no sólo las economías en crisis.

Solidez bancaria y patrón monetario

Para recuperar la estabilidad cambiaria, frenar la fuga de capitales, mantener la capacidad de pago y no caer en posiciones de iliquidez o de insolvencia frente a los compromisos de deuda externa, el FMI propone incrementar los rendimientos financieros en los mercados nacionales. Asimismo, mantener el atractivo de la posición en activos financieros y no financieros denominados en monedas nacionales o bien con rentabilidad en esas monedas por medio del incremento de las tasas de interés internas. Sin embargo, diversas experiencias muestran que no hay sobretasa por riesgo que permita contener la iliquidez.

Ciertamente, los flujos que han impedido que los países en crisis caigan en cese de pagos son los procedentes del propio FMI y del BM; los bancos y demás intermediarios refinancian en la medida en que son invitados a ello. Evitar la pérdida del valor de los activos como consecuencia de la salida de capitales de los tenedores nacionales por la vía de los fondos de pensión en

mucho casos aún no es posible o aquéllos son insuficientes para ello. La astringencia monetaria y crediticia precipita crisis bancarias.

Así, surge la pregunta: ¿existe solidez bancaria alguna que evite la quiebra en un país que registre entradas y salidas masivas de capitales?

La nueva competencia financiera condujo a los intermediarios a diversificar sus instrumentos y sus fórmulas de fondeo, de manera que su presencia en el mercado, incluso en el nacional, impone la intermediación en moneda extranjera por medio del endeudamiento y no de la captación directa. El *currency mismatching* y la cobertura entrañan un costo adicional que los puede sacar del mercado, ya que no tienen posibilidad de controlar su liquidez en moneda extranjera al ser meros tomadores de tasas y no acreedores.

Su posibilidad de permanencia depende de que puedan convertirse en colocadores de fondos, por lo cual cobrarán una comisión, y trasladar todos los riesgos a los prestatarios. Frente a las condiciones de restricción crediticia y la imposibilidad de acordar refinanciamientos con sus acreditados, la insolvencia de éstos se convierte también en su quiebra, a menos que titulen sus activos y, en condiciones de baja rentabilidad o de suspensión de pagos, los trasladen a otros tenedores que sufraguen las pérdidas (fondos de pensión o contribuyentes), lo cual ya entraña un rescate.

Por ello no hay solidez bancaria alguna que evite las quiebras bancarias en el marco de un patrón monetario inestable con apertura de los mercados de capital, aun cuando los tenedores de activos financieros y no financieros internos se comprometan en un proceso de defensa y ampliación de su posicionamiento en mercados crecientemente liberalizados.

Así, en el curso de la tendencia a la globalización financiera, la penetración y expansión del posicionamiento en los diversos mercados es propicia para los capitales, empresas e intermediarios que poseen la capacidad productiva, comercial y financiera para ampliar sus recursos líquidos, activos y rentas denominados en dólares. Ello en tanto no se presente una relativa sustitución por otra moneda, sustentada en la capacidad de cerrar su espacio económico e imponer a Estados Unidos una paridad estable.

En las sucesivas crisis financieras el FMI ha impuesto el aumento de las tasas de interés internas como la única posibilidad de encarar esas perturbaciones. En su defensa de la economía de mercado no ha permitido que los países avancen hacia fórmulas de estabilización y refinanciamiento compatibles con un descenso en la rentabilidad de los activos financieros, lo que permitiría elevar las capacidades productiva y de inversión necesarias para enfrentar los compromisos externos. Por el contrario, con las vías de estabilización impuestas se avanza hacia el cambio en la propiedad de los activos y a la ampliación del posicionamiento en los mercados de los intermediarios financieros con elevado grado de conglomeración.

La dinámica de la movilidad internacional de capitales se impone como traslado de la propiedad de los activos e incluso de los recursos fiscales de los estados nacionales, sin que ello se exprese en un flujo de financiamiento estable y de bajo costo para el incremento de las capacidades productivas nacionales y del empleo.

Una vez que el proceso de penetración de la intermediación financiera extranjera haya avanzado de manera significativa en cada uno de los países y cuando los procesos de privatización y de incorporación al mercado financiero de las mayores empresas nacionales se hayan realizado mediante el reparto de los respectivos mercados internos entre las mayores corporaciones internacionales, el problema de la estabilidad cambiaria podrá manejarse con procesos de integración monetaria.

Liberalización financiera y crisis bancaria en México

El proceso de apertura comercial y financiera de la economía mexicana ha ido de la mano del endeudamiento externo y puede decirse que esa deuda ha sido el vehículo de las transformaciones. En los años ochenta condujo a las restructuraciones que implantaron las políticas del Consenso de Washington, que entre otras cuestiones entrañó la reforma financiera y la apertura comercial. En los años noventa se agrega el endeudamiento externo de empresas y bancos, la privatización de importantes empresas públicas y la bursatilización de conglomerados nacionales.

Los requerimientos de divisas para mantener la capacidad de pago del servicio de la deuda externa pública, privada y bancaria llevaron al desarrollo de una dependencia del flujo de capitales externos e incluso a elevados requerimientos de refinanciamiento de mercado. Así, ahora es imprescindible la participación de los intermediarios financieros extranjeros a fin de allegarse y de mantener el flujo de divisas necesarias para el refinanciamiento de dichos pasivos; aún más, ello está conduciendo a una rápida transferencia en la propiedad de los activos desde nacionales hacia extranjeros, sean fondos de inversión estadounidenses o de grandes corporaciones.

El gobierno y algunos sectores empresariales mexicanos iniciaron la negociación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN) en el sector financiero en 1991, destacándose el principio de preservar el control del sistema de pagos. La pérdida de éste, se señaló durante las negociaciones, significaría aceptar la moneda y la política financiera estadounidenses. Esto es, sustituir el peso por el dólar (lo que propiamente significaría una integración monetaria y crediticia) o bien tener una unidad cambiaria que supeditaría al peso a las "recomendaciones" del gobierno estadounidense en política monetaria y cambiaria.[11] La vigencia de cierta autonomía monetaria mediante esa cláusula de salvaguardia que restringe la participación de

11. En el TLCAN, el artículo en el que está previsto garantizar dicho control aparece en el anexo 1413.6 referido a "Consultas y arreglos", sección B. Ahí se establece que cuando la suma de los capitales autorizados de filiales extranjeras alcance 25% del capital agregado de las instituciones de crédito, México podría solicitar consultas con los otros dos países a fin de examinar los potenciales efectos adversos o de adoptar medidas correctivas. Si en dichas consultas no se al-

los intermediarios extranjeros hasta 25% del capital de toda la banca tiene limitaciones y no garantiza que el control del sistema de pagos quede en manos de mexicanos. Ello es así por varias razones, entre otras:

i) Porque no regula de manera directa la participación de intermediarios extranjeros en el manejo de los activos financieros a fin de que el control sobre éstos pueda ser incluso superior a dicho porcentaje.

ii) Porque dependiendo de los segmentos del mercado en que las filiales o sucursales compitan, podrán ser determinantes en la estructura de precios y costos del sistema financiero en su conjunto, sin necesidad de manejar grandes volúmenes de capital.

iii) Porque su presencia en la intermediación nacional los coloca en una situación privilegiada para operar con moneda extranjera.[12]

Así, mientras que los intermediarios extranjeros nivelan finalmente sus posiciones en divisas de manera directa, los bancos nacionales requieren de deuda externa o de socios extranjeros. Si no es así quedarán en seria desventaja frente a sus competidores, los que, al ocupar ciertas posiciones en el mercado, pueden establecer las pautas en materia de costos, márgenes y tasas de interés.

La posibilidad de algunos bancos mexicanos de mantenerse en el mercado nacional descansa en que eleven rápidamente su posicionamiento en el espacio estadounidense —lo que ha resultado muy difícil incluso para los mayores bancos de México— y además deben hacerlo de manera suficientemente amplia para sostener sus operaciones en divisas en el mercado nacional o bien, como ha sucedido, se verán obligados a redimensionar su posición nacional.

La política de esterilización de las entradas de capital practicada por México durante los años de mayores flujos es una manera de intervenir en el mercado cambiario que tiene efectos adversos: incrementa las tasas de interés y paradójicamente deteriora la posición fiscal del gobierno. La intervención por la vía de la esterilización puede ser exitosa en el caso de pequeños flujos de capital, por períodos cortos. Pero si se trata de grandes volúmenes de entradas de capital en lapsos cortos no es posible controlar los efectos en las condiciones monetarias internas ni las consecuencias de inestabilidad en el mercado financiero.

La intervención en el mercado cambiario mediante la esterilización de los flujos de capital puede contener la apreciación de la moneda nacional, pero también la acción del mecanismo automático compensatorio sobre las tasas de interés, como sucedió en México de 1992 a 1994. En el corto plazo esto puede ser administrado. Sin embargo, la rentabilidad de estos flujos de capital es también un problema importante, pues pueden alcanzar una rentabilidad por los diferenciales en las tasas de interés interna-internacional y el riesgo cambiario. Pero estos flujos esterilizados no pueden crear la dinámica económica y productiva que permita generar su rentabilidad, así sea ésta en moneda nacional o extranjera.

Cierto volumen de entradas de capital también puede desestabilizar la economía y no sólo el mercado cambiario. La intervención por esterilización actúa en las entradas de capital pero no en las salidas. La restricción monetaria ha ofrecido un poderoso estímulo al incremento del endeudamiento en moneda extranjera para las empresas financieras y no financieras nacionales, como sucedió en México desde finales de los años ochenta y como de nuevo ocurrió después de la crisis de 1994, llevando la deuda de las empresas que cotizan en bolsa a casi 40 000 millones de dólares. La esterilización de las entradas de capital es una manera de intervenir en el mercado cambiario que tiene efectos adversos: incrementa las tasas de interés y paradójicamente deteriora la posición fiscal del gobierno.

Frente a un hipotético choque externo (por ejemplo, la elevación de las tasas de interés estadounidenses o el estrechamiento de la liquidez internacional producido por la crisis asiática) no existe un mecanismo de compensación y el descalabro monetario (*currency mismatching*) puede afectar a las empresas o a los bancos incluso en condiciones de "equilibrios macroeconómicos" inmejorables.

De hecho, en condiciones de apertura financiera no existen equilibrios macroeconómicos y solidez bancaria que puedan frenar las consecuencias de cambios bruscos en la rentabilidad de los activos financieros en otras partes del mundo.

La globalización financiera encuentra modalidades conflictivas de expresión en el curso de la inestabilidad monetaria y financiera y plantea en el orden del día: a] el problema de la desestructuración del sistema financiero interno; b] los cambios en la estructura financiera y en la propiedad de los activos; c] el desplazamiento del patrón monetario local, y d] la pérdida de control del sistema de pagos.[13]

La economía mexicana es un ejemplo del gran desarrollo de este proceso. Las sucesivas crisis financieras, el volumen de sobreendeudamiento, la apertura comercial, el rápido posicionamiento de los intermediarios financieros extranjeros y las reformas en el banco central, han dejado de lado fórmulas de cooperación monetaria y financiera y dado paso a la presencia de intermediarios extranjeros en el mercado financiero nacional.[14]

canza el consenso, se convocaría a un panel de expertos que formularía una recomendación no obligatoria para las partes.

12. Para decirlo en pocas palabras, los bancos nacionales no producen oro verde.

13. Así como el desplazamiento y la marginación de parte de las estructuras productivas nacionales por la vía de la apertura comercial, el sobreendeudamiento y la liquidación de las garantías, la imposición de otra estructura de precios relativos y las liquidaciones, fusiones y adquisiciones de empresas o partes de conglomerados.

14. A pesar del avance de la integración financiera mexicana con Estados Unidos, habría otras fórmulas de cooperación internacional monetaria y financiera, en particular si se considera la necesidad no sólo de la estabilidad de precios, sino también de la estabilidad cambiaria, con crecimiento y creación de empleo. Al respecto véase Eugenia Correa, "Liberalización y desregulación financiera en México", ponencia presentada en el seminario La Integración Monetaria en América Latina y las Lecciones para Europa, Universidad de Marne-La-Vallée e ISMEA, 16 y 17 de marzo de 1998.