

LAS TRANSFORMACIONES DE LOS MERCADOS DE CAPITAL Y EL DESARROLLO DE LA CRISIS

Gregorio Vidal*

INTRODUCCIÓN

Los datos sobre los mercados bursátiles, cambiario y de dinero revelan la creciente inestabilidad e incertidumbre que los aqueja. La devaluación del rublo, la drástica caída en la bolsa de valores de Moscú y la incapacidad de Rusia para enfrentar los compromisos de su deuda externa, transmitieron una señal de profunda fragilidad de los mercados internacionales. Al escenario de incertidumbre se sumaron el retiro de capitales de los mercados emergentes, caídas y algunas alzas cuantiosas en medio de una tendencia general a la baja en los principales mercados bursátiles de América Latina y los anuncios de una mayor contracción de la actividad económica en Asia del Este. El FMI revisó de nuevo sus proyecciones sobre la economía mundial y estimó que el crecimiento sería de 2%, menor 1.1% a sus pronósticos de los meses anteriores e incluso menor del que realizó en mayo de 1998. Así, hacia octubre último el FMI sostuvo que: "las condiciones económicas y financieras internacionales se han deteriorado considerablemente durante los últimos meses, a medida que la recesión se ha profundizado en muchas economías de Asia y de los mercados emergentes y Japón y tras la crisis financiera de Rusia, que ha agitado el fantasma del impago de sus deudas¹. Sin embargo, las quiebras, la insolvencia y la incertidumbre no se reducen sólo a las economías de Asia, los mercados emergentes o a las llamadas economías en transición.

Hacia finales de septiembre la Reserva Federal de Estados Unidos, con el conocimiento y la participación del secretario del Tesoro, organizó una operación de rescate del fondo de cobertura (hedge fund) Long-Term Capital Management (LTCM). Convocadas por la Reserva Federal de Nueva York, destacadas compañías participantes en los mercados de capital constituyeron un consorcio para recapitalizar a ese fondo². El monto del rescate se evaluó en 3 600 millones de dólares e incluye a un grupo de 14 bancos y corredurías y se trata, de acuerdo con el presidente de la Reserva Federal, de un hecho excepcional. Según Alan Greenspan y William J. McDonough, este último presidente de la Reserva Federal de Nueva York, la brusca y desordenada salida del mercado del LTCM colocaría a la economía estadounidense en una inaceptable posición de riesgo. Se afectaría a las compañías que habían dado créditos (para fondeo) al LTCM, pero también el precio de diversos papeles que constituyen la cartera de inversión de ese fondo y otros vinculados a estos documentos. En fin, según el presidente de la Reserva Federal de Nueva York esto pudo llevar a una tremenda incertidumbre en los precios de los más diversos papeles en los mercados financieros.

Sin duda, la quiebra del LTCM plantea la interrogante: ¿cuál es la situación de otros fondos de alto riesgo en Estados Unidos? El comportamiento de LTCM no puede calificarse de atípico; en todo caso, es una compañía que actúa con fuerza en los mercados de derivados y se benefició de la reciente expansión de los mercados financieros. También plantea la pregunta acerca de cuántos bancos y corredurías tienen involucrados recursos en hedge funds (fondos de cobertura), cuyas expectativas de rendimiento en algún momento pueden verse mermadas ante la situación prevaleciente en varias economías de Asia, Europa Oriental y América Latina y que, por tanto, no tengan capacidad para hacer frente a los créditos contratados para realizar las colocaciones efectuadas en los últimos meses; ello agrega una fuerza que profundiza la incertidumbre.

¿Cuál será la situación de otras compañías de los mercados de capital si el crecimiento de la economía internacional es menor que el previsto, como acontecerá en 1998 y 1999, cuando incluso hay economías en franca recesión? ¿Cómo mantendrán algunas compañías su rentabilidad ante la persistente volatilidad de los mercados bursátiles? ¿Quiénes y en qué condiciones participarán en operaciones de refinanciamiento de economías y sistemas de crédito tan diversos y que implican cuantiosos recursos como los de Asia, Rusia, Brasil y algunas otras economías de América Latina? La incertidumbre encuentra así nuevos componentes, colocando con fuerza, como un dato del proceso histórico, la interrogante: ¿dónde se presentará la siguiente crisis financiera? Mejor dicho, ¿cómo continuará

desarrollándose el proceso de la crisis de largo plazo que tiene en los mercados internacionales de capital uno de sus puntos potencialmente más explosivos?

El análisis de las páginas siguientes permite establecer la continuidad ante las crisis de 1994, cuyo centro se ubicó en México y América Latina, y la de 1997, que comienza en Asia e incluye de manera destacada a Japón. En ambos procesos destaca la acción de los movimientos internacionales de capital que crecen vinculados a la desregulación y apertura de los mercados de capital. En ese sentido, se sostiene que los actuales conflictos en las bolsas, las devaluaciones en Asia y otros países y las fugas de capital, son resultado del proceso de globalización impulsado por ciertos agentes económicos y sociales que insisten en no discutir restricción o control alguno al movimiento internacional del capital, no obstante las crisis bancario-financieras por venir y la profundización de las tendencias deflacionarias que genera esa lógica del capital.

AMÉRICA LATINA Y ASIA, 1994 Y 1997: LA CONTINUIDAD

En el Informe de 1995 del Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) se comenta la importante diferencia entre Asia del Este y del Sudeste con América Latina en materia de ahorro interno e inversión. De 1991 a 1994 en el conjunto de países integrado por Hong Kong, Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas, Singapur, Taiwan y Tailandia, la tasa de ahorro interno representó 32% del PIB y la inversión fija 34%. En Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Venezuela el ahorro interno fue ligeramente inferior a 20% e incluso disminuyó de 3 a 4 puntos porcentuales con respecto al lapso 1981-1990. La inversión fija para ese conjunto de países durante 1991-1994 representó apenas 20% del PIB³. En los años inmediatos siguientes la situación no se modificó de modo significativo.

Según información del Banco Interamericano de Desarrollo (BID), de 1994 a 1996 en América Latina el ahorro interno representó alrededor del 17% del PIB y la inversión continuó por abajo de 20%. "La participación de la inversión real en el PIB se redujo marcadamente a principios de los años ochenta y sólo comenzó a recuperarse en los noventa. Desde entonces el coeficiente de inversión se ha incrementado de 16.5% del PIB en 1990 a 19.2% en 1996⁴. En 1997, señala la CEPAL, la formación bruta de capital para el conjunto de la región representó 22.3% del producto y el ahorro interno 20.7%.

En las dos economías con mayor peso en el subcontinente, Brasil y México, la formación bruta de capital representó 21.4 y 19.1 por ciento del PIB, respectivamente⁵. Lo notable es que las reformas estructurales y los programas de ajuste impulsados por la dupla FMI-Banco Mundial, y de manera más amplia por el Consenso de Washington, no han fomentado una tendencia al crecimiento del ahorro interno como proporción del producto y tampoco un incremento sostenido de la formación bruta de capital. Algún país puede alcanzar incrementos en un año, pero éstos no se han mantenido por un período. En el informe de 1995 del BIS se insiste en que el cuantioso ingreso de capitales del exterior en un marco de bajos niveles de los coeficientes de ahorro interno y de formación de capital, sumado a una estrategia de rápida transformación económica y de tipo de cambio más o menos estable, produce un crecimiento del déficit en la cuenta corriente y una apreciación de la tasa de cambio real. El proceso entraña⁶, por tanto, una vulnerabilidad endógena, y en virtud de que el mantenimiento de dicha estrategia exige contar con el concurso de capitales del exterior, las presiones para que la rentabilidad de éstos no disminuya obliga a que los flujos del exterior sean crecientes. Cualquier cambio en los mercados internacionales modifica las expectativas de los colocadores en los mercados financieros y se producen las salidas de capital.

En Corea del Sur, los datos hasta 1997 confirman el alto nivel del ahorro interno y de la formación bruta de capital fijo. De 1990 a 1997 ésta representó alrededor de 36% del producto y aquél cerca de 34%. Según otra estimación, la economía coreana es la que tiene, entre diez economías emergentes del Este de Asia y América Latina, el mayor nivel aparente de desarrollo y la más adecuada eficacia macroeconómica⁷.

El contraste entre las economías latinoamericanas más importantes y las del Sudeste de Asia se destaca también en el Informe Ramses 97, del Instituto Francés de Relaciones Internacionales. El punto de comparación reside en la eficacia macroeconómica, la cual resulta mucho más elevada para los países de Asia. "Ciertas características son comunes a las diversas economías emergentes de América Latina, particularmente las bajas tasas de ahorro y de inversión, lo que constituye una diferencia radical con los países de Asia del Este⁸.

Las diferencias que se han destacado entre las economías del Sudeste de Asia y las más grandes de América Latina constituían en el pasado un dato importante para comprender y explicar la continuidad y solidez del proceso de crecimiento en las naciones asiáticas. En el Informe Ramses 97⁹ se apunta que además de tasas de ahorro interno e inversión elevadas, las economías de Asia del Sur y del Este han sido capaces de atraer flujos de capital estables. Más aún, se considera que la rigurosa gestión macroeconómica se ha traducido en un endeudamiento externo relativamente bajo, una apertura financiera prudente y, en todo caso, una liberalización mayor en otros ámbitos de la economía. Desde esta perspectiva, los problemas para esos países eran confirmar su potencial, transitar a una etapa superior de desarrollo y, en ciertos casos, lograr la transición democrática.

Sin embargo, el crecimiento de las economías de Asia del Este no continuó e incluso desde hace meses se registran caídas en las bolsas de valores, devaluaciones de casi todas las monedas, salidas de capital y una contracción de la actividad económica que, por ejemplo, implicó que en 1998 Japón cayera, por segundo año consecutivo, en recesión. La Agencia de Planeación Económica de Japón calcula para el año fiscal que concluye en marzo de 1999 un crecimiento negativo de 1.8%, que se suma a la disminución de 0.7% en el año fiscal de 1997. En el período posterior a la segunda guerra mundial la economía de Japón jamás había registrado una recesión de dos años.

El 2 de julio de 1997 el Banco de Tailandia abandonó la defensa del bath, que de inmediato se depreció frente al dólar. Luego continuaron las presiones y devaluaciones del peso filipino y del ringgit malayo¹⁰. Corea del Sur primero y Japón después tuvieron devaluaciones frente al dólar. El cuadro 1 revela el efecto combinado de las devaluaciones y la baja de los índices bursátiles en los mercados asiáticos, considerando el período del 1 de julio de 1997 al 15 de junio de 1998. La única moneda que mantuvo su cotización frente a la divisa estadounidense fue el dólar de Hong Kong que opera con base en un consejo monetario; sin embargo, la bolsa cayó más de 50%. En las otras economías los desplomes de las bolsas fueron superiores a 50% con base en las monedas nacionales; pero en términos del dólar llegaron a más de 70%. Incluso en Japón la caída del índice Nikkei en dólares fue cerca de 40 por ciento.

CUADRO 1
ÍNDICES BURSÁTILES DE ASIA AL 15 DE JUNIO DE 1998
(1 DE JULIO DE 1997=100)^a

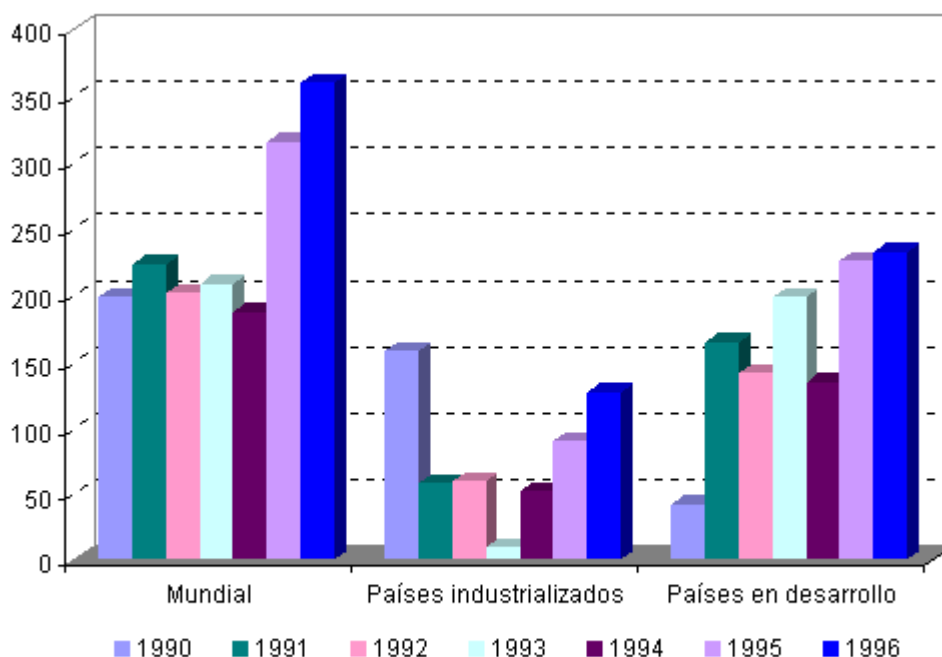
	Moneda nacional	Dólares
Hong Kong	-55.24	-55.22
Indonesia	-33.83	-88.34
Corea del Sur	-58.12	-74.03
Malasia	-58.60	-74.43
Japón	-22.33	-39.03
Singapur	-51.46	-60.38
Tailandia	-51.79	-73.09
a. Se considera el índice de precios de cada bolsa y la paridad con el dólar de cada moneda.		
Fuente: Dow Jones (versión en internet).		

La caída de los índices bursátiles modificó la situación de numerosas empresas, muchas de las cuales se vieron obligadas a racionalizar sus operaciones. Los datos disponibles permiten establecer que en varios casos se había construido una amplia pirámide de créditos que ante la contracción de la liquidez no era posible mantener. Uno de los saldos más negativos del proceso se refiere a los sistemas bancarios y de crédito. Las cifras sobre las carteras vencidas tan sólo en el caso de Japón revelan un problema difícil de resolver ¿Cómo se llegó a esto? ¿Por qué los altos niveles de ahorro interno y de formación de capital no establecieron diferencia alguna o por lo menos significativa? ¿A qué se debió que la estructura del financiamiento externo constituido mayoritariamente por inversión extranjera directa (IED) tampoco implicara distingo alguno con respecto a 1994 y a América Latina?

LOS FLUJOS PRIVADOS DE CAPITAL EN LOS NOVENTA

Los mercados privados internacionales de capital han mantenido su expansión durante todos los años noventa. Desde 1991 la colocación de recursos en los países en desarrollo ha sido particularmente importante. A partir de ese año los flujos privados netos captados por esas economías representan una parte muy importante de los flujos netos de capital privado, a diferencia de lo que ocurrió en 1990 y durante los años ochenta (véase la gráfica 1). En el lapso 1990-1996 el promedio anual de ingreso neto de capitales privados para el conjunto de países en desarrollo fue de 129 000 millones de dólares, mientras que de 1984 a 1989 ascendió a 17 000 millones. En América Latina el cambio es notable: de 1984 a 1989 se presentó un egreso anual, mientras que en el período 1990-1996 el ingreso promedio anual fue de 46 000 millones de dólares. Pero también en Asia –sin considerar a Hong Kong, Taiwan, Singapur y Corea del Sur– se registró una modificación importante, dado que los ingresos promedios anuales varían de 13 000 millones de dólares a 55 900 millones para los períodos señalados¹¹.

GRÁFICA 1
FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO NETO: 1990-1996
(Miles de millones de dólares)

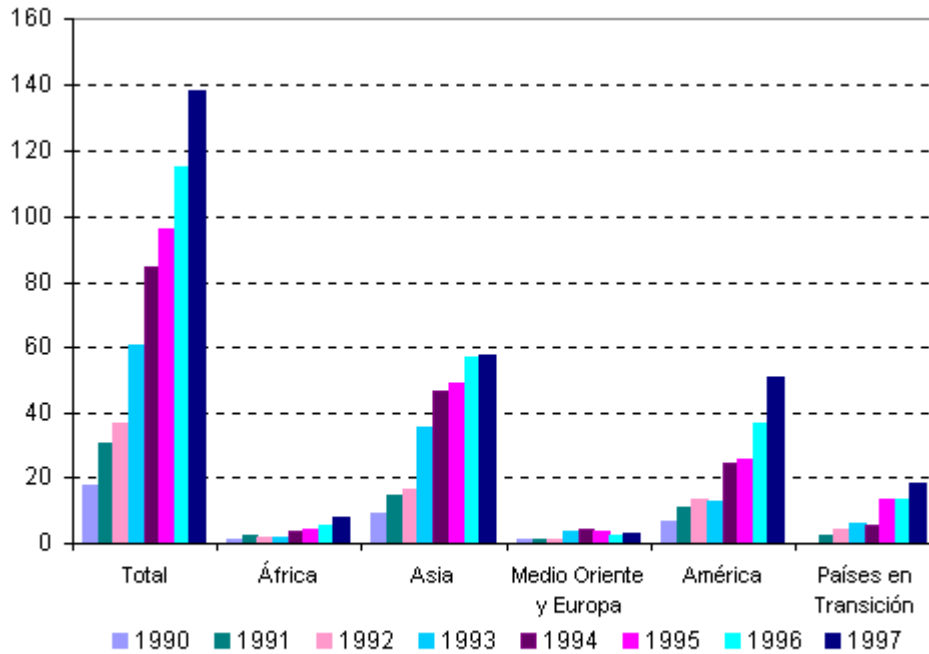


Fuente: FMI, *Balance of Payments 1997*.

Estos datos no son sorprendentes, dada la profundización en esos años de los procesos de apertura y liberalización de los mercados de capital en el mundo en desarrollo. Fueron los años de la apertura en América Latina y en las denominadas economías en transición; incluso en Asia del Este se avanzó en este proceso. Cabe añadir que el crecimiento de las naciones industrializadas de Europa y de Estados Unidos no fue particularmente vigoroso y que muchas firmas y empresas no realizaron inversiones de importancia para ampliar su capacidad de producción en esos países. Fueron años en que predominó la inversión de racionalización por sobre aquella que permite ampliar la capacidad productiva¹². También se debe considerar la incorporación en los mercados bursátiles de Estados Unidos de títulos y papeles de empresas de los países en desarrollo, los American Depositary Receipts (ADR), de particular importancia en el caso de las principales firmas de América Latina. Finalmente, pero no por ello menos importante, se llevó a cabo el proceso de venta de empresas estatales que por sí mismo constituyó un mercado atractivo para colocar ciertos recursos financieros.

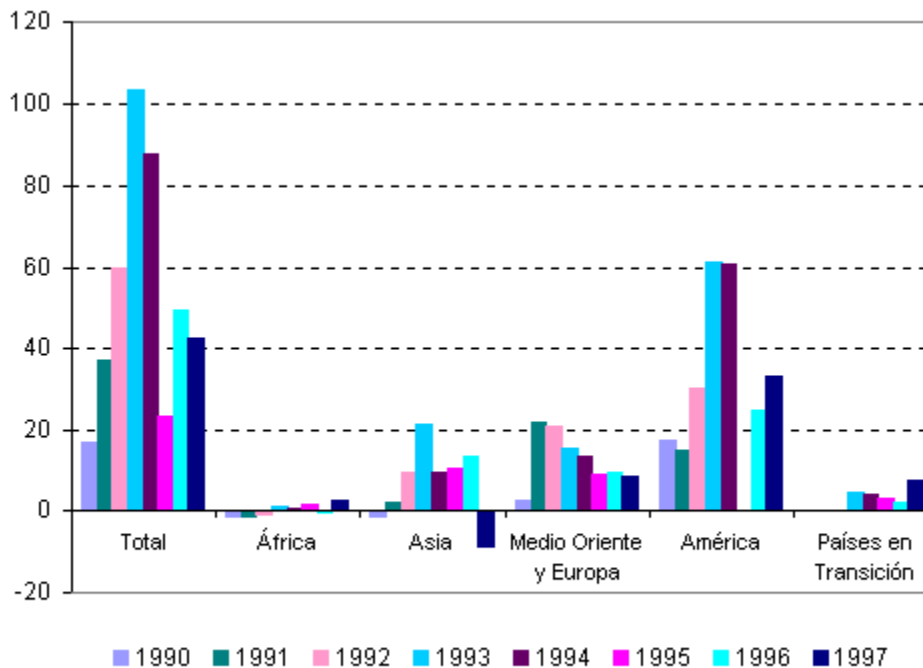
Los flujos de capital privado no se han distribuido de manera homogénea entre los países en desarrollo. El destino principal han sido las mayores economías de América Latina y los países asiáticos del Este y Sudeste. Sin embargo, estos últimos captaron principalmente inversión directa, mientras que en América Latina predominó la inversión de cartera (véanse las gráficas 2, 3 y 4). Incluso en 1996, después de que se superó el efecto tequila, los flujos captados mediante colocaciones de cartera volvieron a cobrar importancia. En 1997, con todo y el dominio de la IED en los flujos netos de capital hacia la región, las colocaciones de cartera representaron 36.8% del total (véanse las gráficas 2 y 3).

GRÁFICA 2
MERCADOS EMERGENTES: INVERSIÓN DIRECTA NETA, 1990-1997
(Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, *International Capital Markets*, septiembre de 1998.

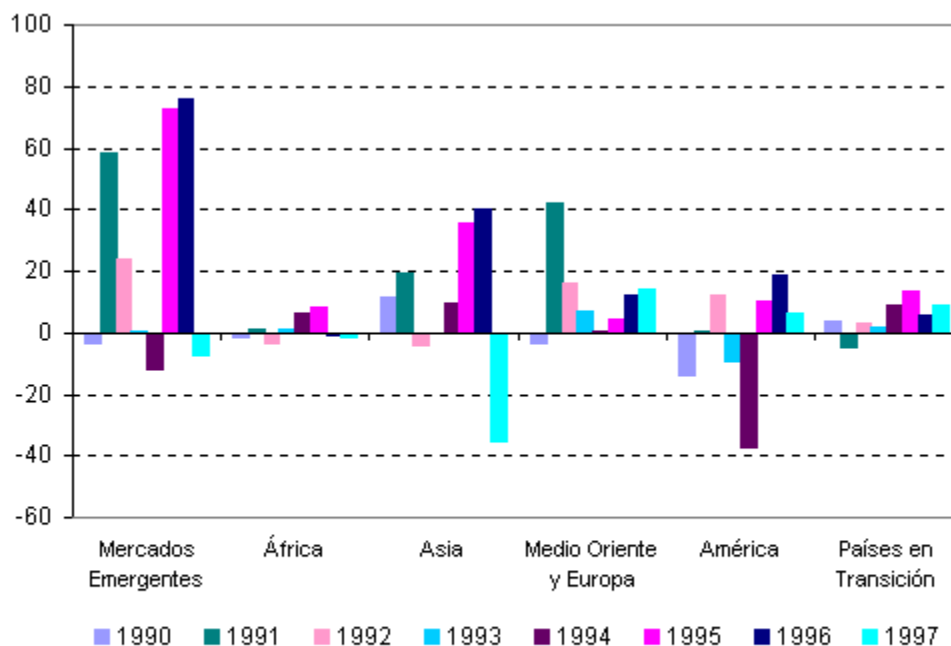
GRÁFICA 3
MERCADOS EMERGENTES: INVERSION DE CARTERA NETA, 1990-1997
(Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, *International Capital Markets*, septiembre de 1998.

El crecimiento de la IED en Asia es constante: de 9 000 millones de dólares en 1990 a 57 000 millones en 1996. De 1992 a 1996 el ingreso de IED representó siempre más de 50% del total de los flujos de capital privado a la zona. El otro componente importante fueron los flujos provenientes de créditos bancarios (véase la gráfica 4). Sin embargo, si se analiza por separado la situación prevaleciente en algunas economías del sudeste asiático, las que el FMI define como las afectadas por la salida de flujos de capital privado, hay algunos matices.

GRÁFICA 4
MERCADOS EMERGENTES: OTRA INVERSIÓN¹, 1990-1997
(Miles de millones de dólares)



1. Se trata mayoritariamente de préstamos bancarios.

Fuente: FMI, *International Capital Markets*, septiembre de 1998.

De 1994 a 1996 en Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia predominaron los ingresos de capital privado por medio de préstamos bancarios y en 1997 se presentó una salida neta en ese rubro por 32 000 millones de dólares. En México, en 1995, se registró una salida neta de inversión de cartera de 14 000 millones de dólares. Esos capitales se habían colocado en títulos de deuda pública, los tesobonos que pudieron pagarse en dólares por el crédito que el país recibió y que organizó el gobierno estadounidense¹³. Así, al parecer, la diferencia entre México y las mayores economías de América Latina con respecto a las del sudeste Asiático se refiere a los flujos de capital dominados por la inversión de cartera frente a aquellos en que imperan los préstamos bancarios y la colocación de bonos. Antes de profundizar en algunas otras cuestiones, en lo que sigue se desarrollan otros elementos de la dinámica global de los flujos internacionales de capital.

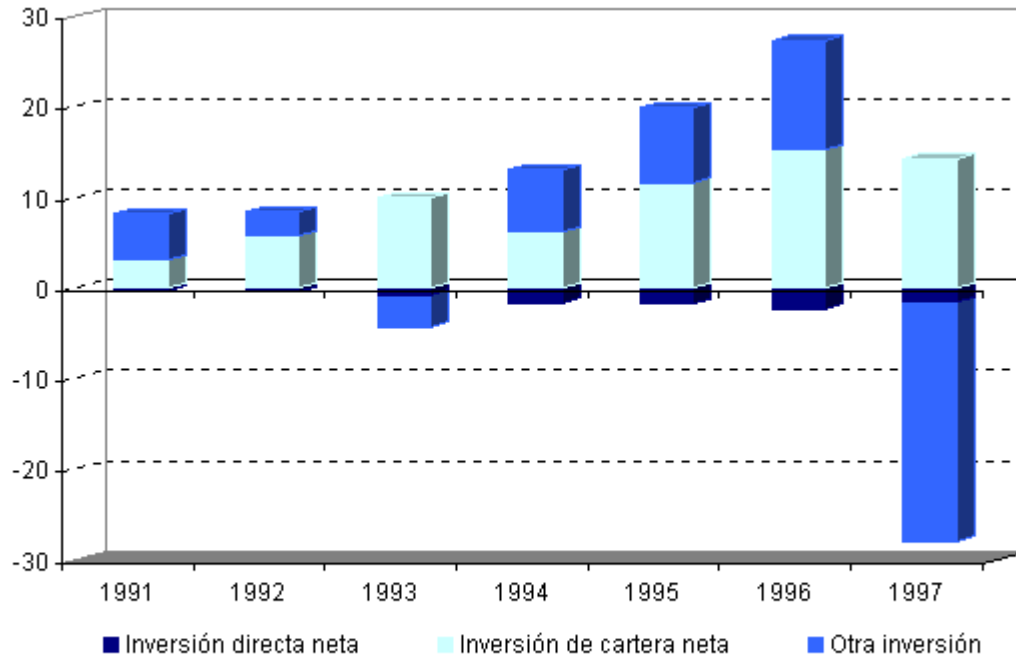
En primer lugar parece que hay una suerte de sustitución entre América Latina y el Sudeste de Asia. Hasta 1993 el ingreso neto de capitales privados fue mayor en América Latina que en Asia (véanse las gráficas 2, 3 y 4). En 1994 se registra un cambio a favor de Asia, no obstante la persistencia de un alto ingreso de inversiones de cartera. Hasta 1996 Asia obtuvo más recursos netos, en particular Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Sin embargo, en 1997 América Latina, encabezada por Brasil y México, se ubicó en primer lugar. En ese año Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia registraron un egreso neto de capitales privados de 11 000 millones de dólares¹⁴. Por lo que concierne a la IED, el incremento fue constante en Asia y en América Latina. Sin embargo, en la primera región los ingresos netos más importantes no se presentaron en los países mencionados, sino en China. Cabe señalar que algunas naciones de industrialización reciente, como Corea, han realizado IED de cierta importancia.

En América Latina el incremento de los flujos netos de IED se asocia al avance de la apertura de sus economías, la venta de empresas estatales y el incremento de las cotizaciones de empresas de la región en los mercados bursátiles de América del Norte. En resumen, la apertura de la cuenta de capitales propicia los mayores flujos de IED hacia la región, hecho clave en la expansión de aquella hacia las economías emergentes, incluso de Asia, dependiendo de las decisiones de expansión de las corporaciones internacionales.

Por último, se debe considerar que tanto en 1994 como en 1997 los flujos netos de capital privado que llegaron a los países en desarrollo y en transición, al igual que a las nuevas economías industrializadas de Asia, en su conjunto fueron menores que un año antes. Sin embargo, la caída de 1997 fue muy superior a la de 1994 y además las expectativas para 1998 eran de otra caída aún mayor que afectaría a prácticamente todas las zonas económicas¹⁵. Para varios países se trata de una cuestión particularmente delicada, pues de esos flujos depende su relación con la economía internacional, el propio modo de financiar sus relaciones comerciales con el exterior, el financiamiento de amplios segmentos de su sistema de crédito y la operación de sus mercados de capital. Por lo menos es la lógica económica que se ha construido y la que está irremediablemente ligada a la apertura en la cuenta de capitales y al flujo irrestricto de los capitales privados. Las medidas que se llevan a cabo en los países de Asia, de América Latina y Europa del Este profundizan la condición de apertura de la cuenta de capitales y hacen más frágiles los sistemas de crédito. Así, se encuentran continuidades medulares entre el efecto tequila y la crisis del Sudeste Asiático.

En Corea los flujos privados de capital tienen dos componentes particularmente importantes: préstamos de bancos y colocaciones de cartera (véase la gráfica 5). Estas últimas aumentaron en 1995 y en 1996, aunque el incremento no se mantuvo en 1997, cuando de hecho los préstamos bancarios registraron un saldo neto negativo. En el conjunto de países de Asia y de industrialización reciente la inversión de cartera y los préstamos bancarios arrojarían un saldo neto negativo en 1998 que podría prolongarse en 1999¹⁶. Se tienen, así, dos componentes de los procesos de crisis: el capital de cartera que considera el nivel de riesgo y la tasa de interés en el país y en otros mercados para tomar las decisiones de dónde colocar recursos, y los préstamos bancarios que también, ante la apertura de la cuenta de capitales y los diferenciales de las tasas de interés, son un soporte frágil de los sistemas de crédito y están igualmente gobernados por el corto plazo. En el caso de las colocaciones de cartera, destaca la presencia de los inversionistas institucionales como el fondo LTCM. También participan en estos mercados las corporaciones por medio de sus tesorerías y los bancos comerciales con operaciones fuera de balance. Así, los más diversos agentes económicos consideran esas colocaciones para formular sus políticas de rentabilidad. El renglón de préstamos bancarios incluye las líneas de crédito revolving entre las instituciones de crédito y es un soporte del amplio tejido de transacciones interbancarias, vinculado a los derivados y a otras operaciones de arbitraje de divisas clave para decidir dónde colocar recursos.

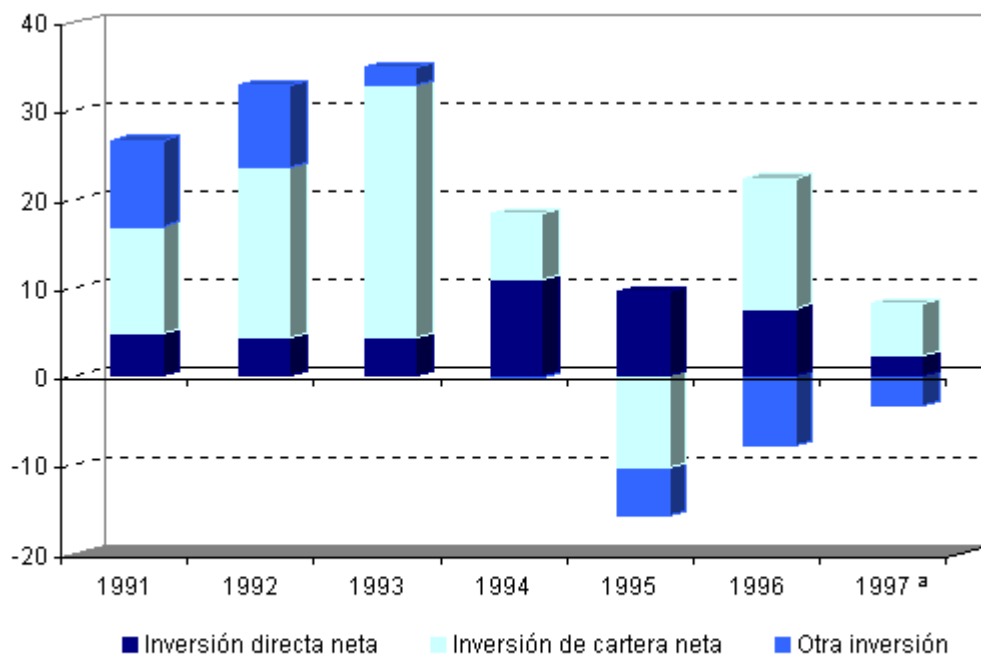
GRÁFICA 5
 COREA: FLUJOS NETOS DE CAPITAL, 1991-1997
 (Miles de millones de dólares)



Fuente: FMI, *Balance of Payments 1997* e *International Financial Statistics*, septiembre de 1998.

De 1991 a 1994 la economía de América Latina que recibió más capital del exterior fue la mexicana, en particular de cartera. El punto máximo se dio en 1993, cuando alcanzó casi 29 000 millones de dólares (véase la gráfica 6). Los flujos a México constituían un muy alto porcentaje del total que absorbía la región y sin duda se vinculó al inusitado crecimiento de los tesobonos. En México mucho se ha insistido sobre las colocaciones de cartera, pero también hubo problema con los préstamos de la banca extranjera a los bancos del país¹⁷. De 1995 a 1997 ese rubro de la cuenta de capitales tuvo un flujo negativo. Desde 1996 ese patrón se experimenta en Brasil.

GRÁFICA 6
MÉXICO: FLUJOS NETOS DE CAPITAL, 1991-1997
(Miles de millones de dólares)



a. Cifras al segundo trimestre.

Fuente: FMI, *Balance of Payments 1997* e *International Financial Statistics*, septiembre de 1998.

En 1997 el déficit de la cuenta corriente de la balanza de Brasil ascendió a 33 800 millones de dólares, mientras que en 1995 montó a 17 972 millones. El crecimiento en el marco de una apertura económica, en particular de la cuenta de capitales, con importantes medidas de desregulación del sistema financiero, privatizaciones y cambios en la propiedad de activos y un tipo de cambio fijo, se vincula, como en México, a un creciente déficit de la cuenta corriente que sólo puede financiarse con el arribo de más capital foráneo. Desde 1994 el ingreso de capital de cartera ha sido particularmente importante en Brasil, así como los préstamos bancarios y la inversión extranjera directa. También han crecido las colocaciones financieras en documentos gubernamentales ligados al dólar y los bonos indizados a las tasas de interés interbancarias. A fines de abril de 1998 la deuda interna de Brasil ligada al dólar ascendía a 40 000 millones, mientras que en octubre de 1997 era de 24 000 millones. En septiembre de 1998 las colocaciones financieras en ese país en documentos vinculados al dólar continuaban aumentando e incluso el gobierno dio a conocer la emisión de un nuevo papel con características muy semejantes a los tesobonos para intentar frenar la salida de capitales. El gobierno de Henrique Cardoso también anunció un alza en las tasas de interés que después de un intento por fijarlas en 30 puntos, terminaron cercanas a 50%. En 1996 y 1997 las tasas de interés reales pasivas fueron de 16.5 y 16.2 por ciento, respectivamente, lo que sin duda implicaba una dificultad para las inversiones productivas. Como en México, ese nivel de las tasas de interés internas obligó a las empresas a buscar financiamiento en el exterior. Con todo, la salida de capitales persistió, al igual que la baja en los mercados accionarios y en particular en las cotizaciones de las más importantes empresas del país.

En el segundo semestre de 1997 Corea del Sur, Filipinas e Indonesia efectuaron una importante alza de las tasas de interés. En esos meses Brasil hizo lo propio, sin que fuera el caso de México. Sin embargo, en septiembre y octubre de 1998 éste también aumentó la tasa de interés. El alza no sólo ocasionó serias dificultades a las empresas y las familias, sino que modificó las expectativas de rendimiento de muchos títulos y papeles en los mercados de dinero. El incremento súbito de la tasa de interés afectó a

instituciones bancarias y a otras firmas que habían colocado papeles –futuros, opciones– con la perspectiva de los intereses de días u horas antes. Como puede concluirse, si para hacer frente a la situación se acelera la emisión de nuevos documentos y se desarrollan operaciones de rescate, que son siempre selectivas, la fragilidad en los mercados de capital aumenta. Además, el rescate es en sí mismo una acción que crea condiciones para que continúe la salida de capitales, al poner de manifiesto la debilidad de la moneda del país que recibió los capitales, con lo que las perspectivas de rentabilidad decaen. En estas condiciones aquí se sostiene que incluso la IED se comporta como colocación de corto plazo.

Desde 1995 el ingreso de capitales a América Latina en forma de IED ha crecido de manera significativa. Una parte importante de esa inversión se ha destinado a la compra de activos que ya existían en la zona. No son sólo las operaciones de privatización, sino el cambio en la propiedad de activos lo que ha llevado al capital extranjero a participar de forma relevante en diversos grupos económicos de la zona. Así, un primer saldo de estas operaciones es que la IED no necesariamente implica un aumento de la capacidad de producción, y un segundo es que ante una creciente incertidumbre financiera y cambiaria, las corporaciones extranjeras adelantan la repatriación de utilidades. Su red financiera y sus posibilidades para tomar créditos les permiten actuar con gran fuerza en el mercado cambiario y tomar providencias participando en la salida de capitales. El hecho fue documentado en la prensa de Brasil en los últimos días de agosto y primeros de septiembre, cuando se produjo una fuerte salida de capitales.

Desde el momento en que el saldo acumulado de la IED es importante, el adelanto de dividendos y el financiamiento del comercio exterior de las corporaciones transnacionales pueden generar presiones sobre el tipo de cambio y la tasa de interés. Además, los consorcios nacionales, al tomar sus propias coberturas, presionan aún más el mercado cambiario. El argumento de la necesidad de divisas se torna fundamental para los más diversos agentes económicos y como la cuenta de capitales opera sin restricciones la salida de recursos encuentra múltiples fuentes.

Hay otro proceso que permite establecer el comportamiento de corto plazo en la operación de las corporaciones. Para las grandes empresas la rentabilidad no tiene como fuente única y muchas veces ni siquiera preferente su actividad productiva, sino que en ocasiones las colocaciones financieras son más importantes. Las tesorerías de las empresas compran bonos, realizan colocaciones en la bolsa y toman papeles de diversas compañías, compran futuros y tienen una participación destacada en los mercados de cambios¹⁸. Las corporaciones modifican de manera constante la composición de sus carteras de divisas, realizan compras y ventas en el día a las que destinan muchos más recursos de los que serían necesarios para cubrir sus operaciones productivas. Como se actúa en mercados regidos por tipos de cambio variables es menester efectuar esta operación, aunque también constituye una fuente de rentabilidad importante. El mercado de arbitraje de divisas ha crecido de forma significativa y es uno de los componentes más importantes de los derivados. Aún más, como advierte Chesnais los fondos de cobertura ocupan un lugar particularmente significativo en este mercado¹⁹. El fondo estadounidense LTCM, que tuvo que ser rescatado por otras compañías del mundo financiero, es un activo participante de este mercado. Así, por efecto del desarrollo del mercado de derivados, la nula restricción en los movimientos internacionales de capital y la existencia de un régimen de tipos de cambio flexibles, los consorcios y los inversionistas institucionales se encuentran en un terreno común dominado por el corto plazo, esto es, la rentabilidad sin vínculo con el desempeño productivo: la especulación. En estas condiciones merece retenerse la idea de Keynes: "Entre las máximas de la finanza ortodoxa, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la posesión de valores 'líquidos'. Olvida que las inversiones no pueden ser líquidas para la comunidad como un todo"²⁰.

MERCADOS BURSÁTILES, FUSIONES, PRIVATIZACIONES Y EXPANSIÓN DE LOS MERCADOS INTERNACIONALES DE CAPITAL

Al término de 1998 persiste la creciente fragilidad de la economía internacional. En mayo y septiembre de ese año, el FMI destacó que el efecto de la crisis asiática era el principal factor de la caída de las proyecciones del crecimiento de la economía mundial²¹. En documentos más recientes se agregan la crisis rusa y, en el marco de la Reunión Anual conjunta con el Banco Mundial (BM), el problema brasileño y lo que se califica de falta de liquidez internacional para encarar los programas de rescate de algunas economías de Asia, Europa Oriental y América Latina. Así, se reconoce con dificultad que la economía internacional presenta serios problemas. Al lado del menor crecimiento habría que agregar,

desde la óptica de este trabajo, una relativa debilidad de la demanda e incluso un exceso relativo de capacidad de producción en varias industrias, en particular de importantes empresas asiáticas. Esa capacidad excedente se agrega al descenso de los índices de precios al consumidor en algunos países y a la contracción de la demanda por las caídas en los niveles de ingresos –por ejemplo, en Japón–, lo que puede llevar a una deflación incluso en la lectura del FMI y de la Reserva Federal.

El FMI destaca que debe distinguirse entre deflación y desinflación, así como entre movimientos a la baja en los precios de algunos productos o sectores de la economía y una baja general de precios. Esta última es la que se registró en Estados Unidos en el lapso 1929-1933, cuando los precios cayeron 30%²². Lo que interesa destacar, más allá del análisis sobre el proceso deflacionario y los modos en que hoy ocurra, es que para el Fondo lo que limita una posible deflación mundial en la actualidad es el sistema de tipos de cambio flexibles. El efecto de transmisión de la deflación no subsiste y los países pueden absorber el fenómeno al permitir que sus monedas se deprecien conforme las fuerzas del mercado²³. Ello significa mantener y profundizar uno de los componentes fundamentales de la incertidumbre, un factor que impulsa las colocaciones financieras y los desplazamientos de corto plazo de masas importantes de capital, además de que los efectos de la deflación sólo los absorben ciertos espacios económicos. La inestabilidad en los mercados bursátiles encuentra una fuente más que la alimenta.

En efecto, los datos sobre el comportamiento de los mercados bursátiles revelan también una continua inestabilidad, de manera destacada en las bolsas asiáticas, pero también en algunas de América Latina y en las economías en transición. Los datos del cuadro 2 señalan que la capitalización en la bolsa de valores de los países de Asia del Este y América Latina ha tenido una importante caída. Sin duda, esto significa que el precio de mercado de muchas compañías ha sufrido una considerable reducción. Esta caída –¿deflación? – en el precio de los activos financieros no se ha profundizado debido a diversas intervenciones, pero ha permitido que los cambios en la propiedad se acentúen y que se estreche aún más su control. La crisis asiática no sólo es la sucesión de diversos acontecimientos financieros. Algunas de las más importantes compañías dieron a conocer recortes de personal, posibles desinversiones e incluso quiebras. Para finales de 1997, 6 de los 30 mayores conglomerados de Corea del Sur habían tenido que declararse en suspensión de pagos.

CUADRO 2
VARIACIÓN EN LA CAPITALIZACIÓN EN LAS BOLSAS DE VALORES
(Respecto a la cotización en dólares)

Regiones	A	B	C
Este Asiático			
Corea del Sur	-32.15	4.79	-28.90
Hong Kong	-32.18	-22.46	-47.41
Indonesia	-85.24	-90.51	-98.60
Japón	-68.83	-42.90	-82.14
Malasia	-97.87	18.71	-97.47
Singapur	-36.07	-81.53	-88.19
Tailandia	-63.20	7.03	-60.61
América Latina			
Brasil	-20.94	-53.65	-63.36
Chile	-19.57	-41.65	-53.07
México	18.84	-91.86	-90.33
Venezuela	1.00	-64.01	-63.65

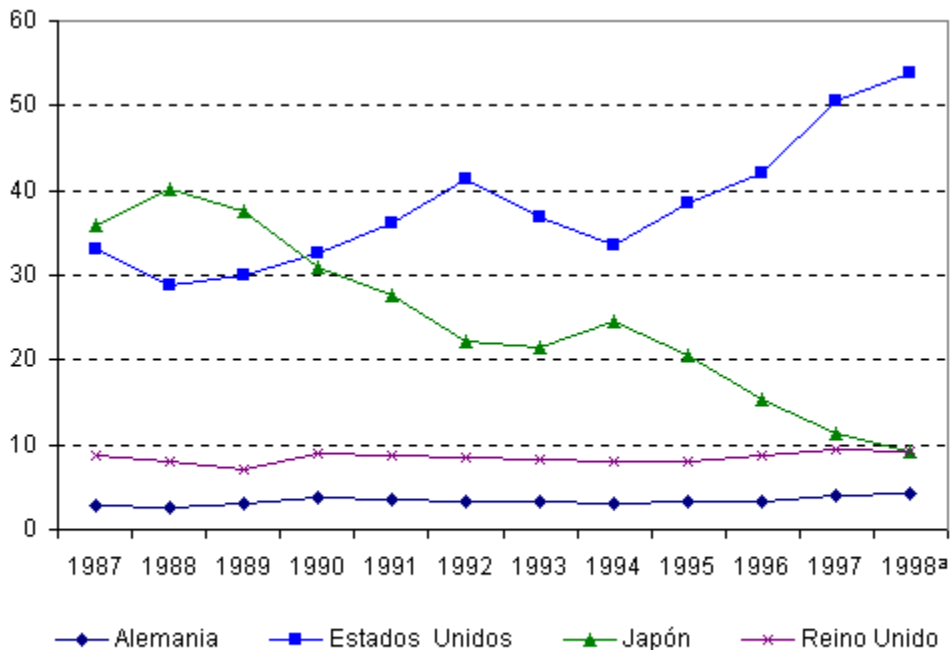
A. 1 de julio de 1997 al 31 de diciembre de 1997. B. 1 de enero de 1998 al 1 de octubre de 1998. C. 1 de julio de 1997 al 1 de octubre de 1998.

Fuente: Dow Jones (versión en internet), al 1 de octubre de 1998.

El asunto de la crisis asiática –como se señaló– también debe considerar a Japón. La devaluación del yen frente al dólar modifica los balances de las más importantes empresas japonesas, incluidos los bancos, y las cifras económicas revelan la presencia de una importante recesión que, como se señaló, coloca a ese país en una situación sin precedente desde la segunda guerra mundial. La crisis ha afectado a varios de los gigantes de la industria nipona, como la Toyota y la Nissan; la Nikon y la Hino prevén pérdidas, y Hitachi, una de las mayores empresas de la industria eléctrica y electrónica, anunció en septiembre último pérdidas consideradas históricas. Sony también tiene problemas, pues sus acciones han perdido un cuarto de su precio, y el gigante de la siderúrgica NKK se está reestructurando y ha reconocido la situación de quiebra en algunas de las filiales del grupo.

Así, el asunto no se reduce a las economías de industrialización reciente de Asia y a las denominadas emergentes, sino que incluye a la economía más poderosa de la zona, lo que coloca una tensión adicional: ¿Cuál es la capacidad de Japón para actuar como una fuerza positiva para solucionar la crisis? ¿Cuál será la dimensión de la región económica que estaba precisamente encabezada por ese país? La pérdida relativa de la fuerza económica de las empresas japonesas no debe pasarse por alto. El desempeño de los mercados de valores en los últimos diez años es un indicador de la reestructuración de las relaciones de fuerza entre los mayores consorcios en el conjunto de la economía internacional. Como se observa en la gráfica 7, a finales de los años ochenta el nivel de capitalización en la bolsa de Tokio era superior al de Estados Unidos. En esos años, los bancos japoneses estaban en plena expansión, situándose entre los primeros del mundo por sus activos, y diversas empresas japonesas realizaron importantes adquisiciones en territorio estadounidense. Hacia mediados de los noventa la situación había cambiado, pues se registró una suerte de repliegue de las inversiones japonesas, además de una drástica baja en las inversiones inmobiliarias, primero, y después una crisis entre empresas del sistema financiero. En 1994 la bolsa estadounidense representaba aproximadamente 35% de la capitalización mundial total y la de Japón 25%. A principios de octubre de 1998, la bolsa de Tokio representaba algo menos de 10%, mientras que la de Nueva York más de 50% de la capitalización total en los mercados bursátiles. Tokio y Londres tienen el mismo peso relativo, cuando en 1998 el primero representaba más de cuatro veces el peso de la capital del Reino Unido.

GRÁFICA 7
 CAPITALIZACION DE BOLSAS DE VALORES SELECCIONADAS, 1987-1998^a
 (Porcentajes de participación respecto al total mundial)



a. Cifras al 4 de octubre.

Fuente: IFC, *Emerging Stock Markets Factbook 1997* y Dow Jones.

Además de los procesos de expansión diferenciada de los mercados de valores, en las más diversas economías del planeta se presentan operaciones de fusión y absorción entre grandes empresas. En 1997, tan sólo las operaciones en Estados Unidos, según Securities Data, ascendieron a 938 000 millones de dólares, cifra 40% superior a la de 1996. En América Latina las fusiones entrañaron 71 000 millones de dólares, 97% más que en 1996. Al momento de escribir este artículo, las fusiones y compras forzadas indicaban que en 1998 los montos serían mayores que en 1997 y que algunos gigantes pasarían a nuevas manos. Además, las fusiones incluyen grandes compañías de diversos países, como en el caso de la compra que Daimler-Benz hizo de Chrysler.

En varias economías una parte importante de las operaciones de compraventa de activos corresponde a empresas estatales. Según la OCDE, en 1997 las operaciones de privatización de empresas ascendieron a 100 000 millones de dólares, 15% más que en 1996²⁴. Se prevé que en 1998 la cifra sea mayor. Una parte destacada de estas privatizaciones se presenta en los países en desarrollo, en particular los de América Latina, que de 1990 a 1995 ocuparon el primer sitio entre los países emergentes. En 1997 y 1998 la economía brasileña realizó las privatizaciones más importantes y antes lo hizo México, seguido de Argentina. La cifra que corresponde a las privatizaciones es fundamental para explicar las razones por las que una parte importante del capital extranjero ingresa a los países de América Latina. Estos capitales también participan en la compra de otras empresas, con lo que, en conjunto, se revela uno de los signos que caracteriza a los movimientos de capital en nuestros días: colocarse en diversos mercados mediante la compra de activos, la restructura de empresas, pero sin actuar en una proporción equivalente para ampliar la capacidad productiva. Por el contrario, esos movimientos tienden a contraer la demanda e incluso, en conjunto, no tienen un efecto positivo en el empleo.

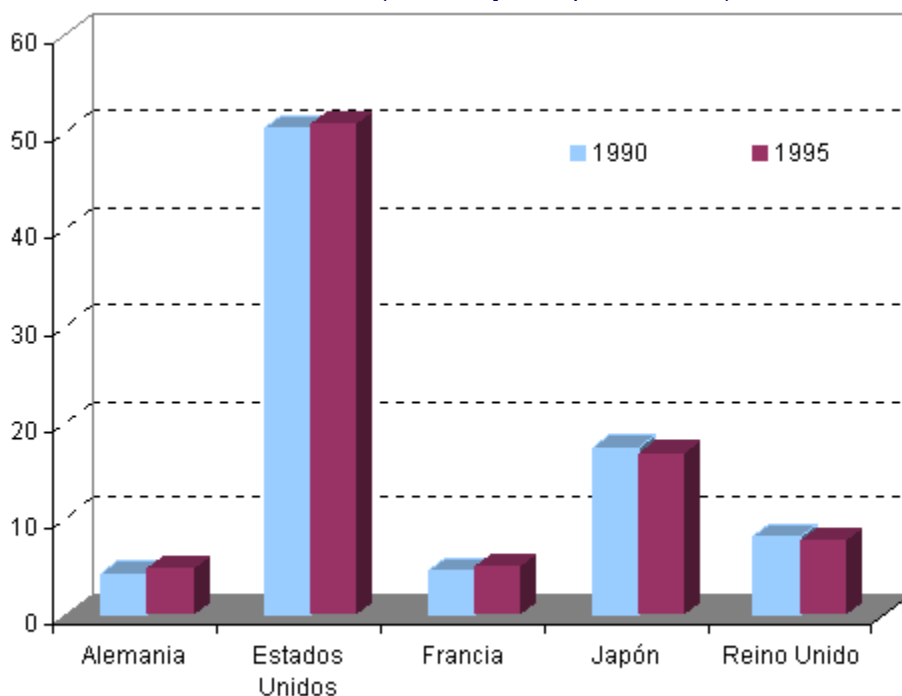
El hecho final que interesa destacar es la continuidad del crecimiento de los mercados financieros privados. Las crisis monetarias y bancarias han sido un medio para impulsar su crecimiento. Los

acuerdos firmados con el FMI han implicado de manera generalizada, entre otras medidas, la desregulación de los mercados financieros y una mayor libertad para los movimientos de capital. Los acuerdos con Corea del Sur e Indonesia no constituyen una excepción a esa regla. Como sostiene el mismo Fondo, en los años noventa los flujos financieros oficiales declinaron como fuente de financiamiento externo de los mercados emergentes, precisamente a favor de los flujos privados de capital. En todo caso, si esta tendencia no se afirma con mayor fuerza es a causa de las propias crisis monetarias y bancarias, que obligan a emprender cuantiosos programas de rescate con fondos de organismos internacionales y de gobiernos de los países desarrollados, como fue en el caso de México en 1995 y actualmente lo es en varios países de Asia y Brasil.

Anteriormente se destacó el papel de las colocaciones de cartera en los países emergentes. Entre los que han optado en mayor medida por este tipo de colocaciones están los inversionistas institucionales. El FMI señala este hecho y llama la atención en que en los años noventa los fondos mutualistas, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y los fondos de cobertura han incrementado de manera importante sus compras de bonos y acciones de los mercados emergentes, con lo que han impulsado un crecimiento en la titulación de los flujos de capital que se dirigen hacia esos países.

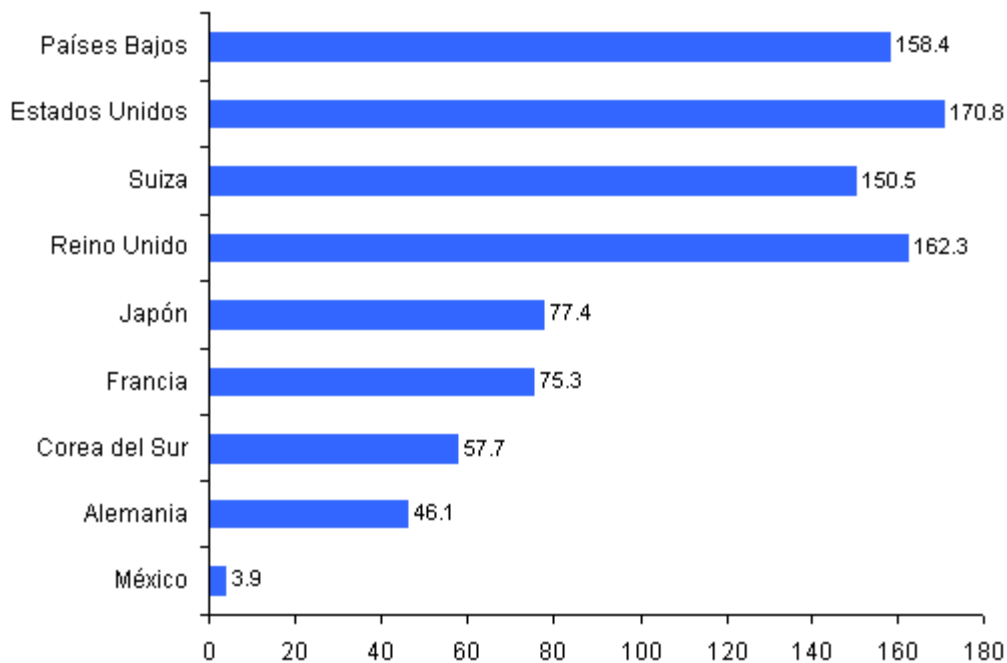
Para la titulación y las colocaciones en bonos y acciones se debe contar necesariamente con recursos que están en función de una rentabilidad definida en el muy corto plazo. Pero además, cuando se alude a los inversionistas institucionales se trata de un conjunto de firmas, entre las que dominan claramente las estadounidenses. En la gráfica 8 se observa que casi 50% de los activos de los inversionistas institucionales está en manos de firmas de Estados Unidos, y en éste como en otros países desarrollados la presión de los grandes colocadores para obtener beneficios es muy importante, dado que sus activos son superiores al PIB (véase la gráfica 9). Cabe insistir que las compras y recompras de papeles de esas firmas no necesariamente modifican las condiciones de producción; sin embargo, sí han operado con alta rentabilidad. Como se señaló, uno de los campos de colocación de recursos más importantes es el arbitraje de divisas, es decir, la especulación como forma fundamental de hacer negocios y como uno de los contenidos fundamentales en la expansión de los mercados internacionales de capital. De esta manera se configura la riesgosa situación que Keynes preveía como una limitación para el desarrollo del capital. "Los especuladores pueden no hacer daño cuando sólo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa; pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en burbuja dentro de una vorágine de especulación".

GRÁFICA 8
ACTIVOS FINANCIEROS DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
(Porcentajes respecto al total)



Fuente: OCDE, *Institutional Investors Statistical Yearbook 1997*.

GRÁFICA 9
ACTIVOS FINANCIEROS TOTALES: COMO PORCENTAJE DEL PIB, 1995



Fuente: OCDE, *Institutional Investors Statistical Yearbook 1997*.

Los organismos financieros internacionales destacan los efectos positivos de la apertura de las economías y de los procesos de desregulación financiera, hechos que permiten los movimientos de capital tal como se ha expuesto en este trabajo. Cuando el FMI se refiere a la apertura y desregulación de los mercados de capital en los países emergentes pone de relieve el desplazamiento de los fondos oficiales, al punto de que en 1990 representaron 29% del total y 6% en 1994. Ese razonamiento concluye con la siguiente afirmación: "los años noventa representan una restauración de la tendencia hacia la integración de los mercados financieros globales que había sido evidente en el período del patrón oro y los años veinte, pero que fue interrumpido por la gran depresión, la segunda guerra mundial y el sistema de controles al capital del período de posguerra". El punto de referencia es crucial; en los años veinte había una importante exportación de capital y, por ejemplo, Estados Unidos tenía una balanza comercial muy excedentaria que dio lugar al surgimiento de los primeros proveedores de fondos internacionales. El Departamento de Comercio no titubea en afirmar que si los préstamos son un medio para que el capital estadounidense asegure su crecimiento en diferentes regiones del mundo, también lo son para sostener sus exportaciones. Sin embargo, la cuestión de fondo es que el auge de ese país es parte de la crisis de larga duración que incluye la gran depresión de los años veinte. La expansión internacional del capital, que no contaba con límites para su movilidad, fue una de las fuerzas que condujo al octubre de 1929, precisamente después de un constante crecimiento del sistema de crédito.

El período que el FMI juzga como inadecuado es justamente el de estabilidad en la acumulación y de crecimiento sostenido. Pero aún más, como aparece en la propia literatura generada por aquel organismo en los últimos años, conforme la apertura y la desregulación avanzan, también se presentan las crisis monetarias y bancarias; estas últimas se han concentrado, en los años recientes, en los mercados emergentes, asunto no menor si se considera el traslado de la propiedad de los activos en estos países. Los nuevos propietarios son empresas transnacionales, incluso cuando en el medio existen procesos de privatización. Así, los procesos de crisis bancaria y monetaria revelan otra de sus facetas

que está mucho más allá del ámbito financiero. La apertura de las economías y los ingresos masivos de capital se asocian directamente a la ampliación de los desequilibrios en las cuentas comerciales con el exterior. Mantener el modelo implica una política de apreciación del tipo de cambio y altas tasas de interés. De esta manera se premia la colocación en los mercados de dinero y bursátiles.

En el caso de México, un destino privilegiado para estos capitales fueron los tesobonos que al 31 de diciembre de 1994 ascendieron a 30 206 millones en circulación. Para ser redimidos en dólares, tras la drástica devaluación del peso frente al dólar de finales de 1994, fue necesario obtener recursos extraordinarios del exterior. "El servicio de la deuda contraída por medio de estos instrumentos [tesobonos] se dificultó debido tanto al saldo relativamente bajo de la reserva internacional del Banco de México disponible a la fecha citada, como [a] la interrupción del financiamiento externo registrada a principios de 1995. Para solucionar este problema se instrumentaron diversas medidas. La principal correspondió a la obtención de crédito externo de largo plazo mediante el Paquete de Apoyo Financiero". El apoyo no fue sólo de organismos financieros internacionales, sino de manera destacada del gobierno estadounidense.

Cuando se precipita la crisis cambiario-monetaria-bancaria, los desplazamientos en la propiedad de los activos se multiplican. Empresas que años antes habían invertido en la compra de activos en el exterior y penetrado en los mercados internacionales se ven obligadas a realizar desinversiones, vender activos y aceptar nuevos socios, con lo que se impulsa la contracción de la

demanda. Las transnacionales aumentan su presencia en los países desarrollados, compran activos, cierran plantas industriales y desplazan inversiones a otras regiones, con lo que además de acentuarse la concentración económica se impulsa el descenso de la demanda. Por supuesto, antes de producirse la crisis, las agencias financieras y los organismos internacionales califican a las reformas y el tipo de crecimiento económico alcanzado como altamente positivos. Para el FMI y el Banco Mundial, México era ejemplo de éxito en la reforma económica hasta bien avanzado 1994. En otro momento también se expresa lo mismo de las economías del Sudeste Asiático y más recientemente es Argentina la que, según esos organismos, tiene un comportamiento ejemplar. Sin embargo, los resultados muestran que los ejemplos de éxito no pueden sostenerse en el tiempo y junto a su caída surge una profundización de la incertidumbre que paso a paso colocan a la economía internacional en el camino de 1929.

A MANERA DE CONCLUSIÓN

Las crisis de larga duración se caracterizan por dos grandes movimientos —es posible decir procesos— en lo que concierne a la restructuración del capital. "En el segundo movimiento lo sustantivo es la modificación de los campos de operación de los consorcios. Los capitales reducen los espacios en que actúan, en otras ocasiones limitan la magnitud de sus operaciones, otros redefinen sus vínculos tecnológicos y financieros. Es el movimiento en que se acentúa el proceso de fusiones. De hecho se comprueba que mediados por grandes olas especulativas se están gestando nuevas unidades productivas que en un punto no sólo tendrán una magnitud superior, sino también darán cuerpo a una nueva estructura rama a rama del capital. La desvalorización y centralización puede avanzar por medio de crisis bursátiles, quiebras bancarias de gran dimensión y por supuesto acentuando el proceso de compras forzadas sin respetar fronteras nacionales". Hoy es necesario agregar que las fusiones avanzan a partir de la fuerza relativa desigual que ciertos capitales han acumulado y que los procesos de apertura y desregulación financiera han sido un medio eficaz para impulsarlas. El desplazamiento de capitales de un mercado financiero a otro participa de manera importante en esa dinámica y es una fuerza en el mantenimiento de la incertidumbre.

El ambiente general es de debilidad de la demanda y predominio de la inversión de modernización por sobre la que genera mayor capacidad productiva. En estas condiciones no es posible plantearse alguna opción de desarrollo. Regular los capitales de corto plazo que van de una plaza a otra es una necesidad, pero también lo es limitar las condiciones que llevan a que se prefiera colocar los capitales en los mercados financieros en lugar de invertir para ampliar la capacidad de producción.

Si en 1995 podía calificarse como excesivo preguntarse qué seguiría tras las dificultades de México y el efecto tequila, hoy no lo es cuestionarse sobre lo que seguirá a la crisis del Asia del Este y el efecto dragón. La economía japonesa está en el centro de la crisis asiática, pero también es una realidad el círculo de mayor deuda de corto plazo para mantener la operación de la economía brasileña, que sólo

puede continuar si se logra avanzar en las privatizaciones y se fortalece el círculo que garantiza una alta rentabilidad a los capitales que se colocan en los espacios financieros.

En el marco de la Reunión Anual del FMI y el Banco Mundial, celebrada en Washington a principios de octubre de 1998, el director-gerente del Fondo, Michel Camdessus, insistió en "no dar la espalda a la apertura de los mercados" y agregó: "Los países en desarrollo deben mantener economías abiertas", sobre todo debido a que "dados los problemas [...] no es sorprendente que los beneficios de la apertura sean cuestionados". Concluyó afirmando: "pero creo profundamente que es crucial no ceder a la tentación de políticas intervencionistas que son superficialmente atractivas. La historia ha mostrado que esas políticas no funcionan. Ellas dificultan el crecimiento económico en esos países y alteran las operaciones del sistema financiero internacional, que aun si es imperfecto ha traído beneficios enormes a la comunidad mundial". Estas afirmaciones provocan por lo menos cierta perplejidad. Cabe preguntarse cómo deben considerarse las operaciones de rescate de los tenedores de tesobonos después de la crisis de finales de 1994, que contó con la intervención en el mercado del gobierno de México, del propio FMI y del gobierno de Estados Unidos, los dos últimos proveyendo los fondos para financiar el rescate. Según el inversionista George Soros se trató de una intervención inadecuada o, para usar los términos del

director-gerente del FMI, de una intervención superficialmente atractiva. ¿Cómo podrían calificarse las intervenciones en los mercados asiáticos que, por ejemplo, incluyen un vasto programa para poner a flote al sistema de crédito del Japón? ¿Y cómo valorar la convocatoria de la Reserva Federal y el Tesoro de Estados Unidos para que un grupo de firmas financieras recapitalizaran al LTCM? Los datos revelan que se fomenta e interviene para garantizar el fortalecimiento y crecimiento del inversionista de corto plazo, aquel que vive de la especulación. Al respecto Keynes había advertido que "finalmente es el inversionista a largo plazo el que más promueve el interés público". Como en 1929, los caminos pueden ser diversos, depende del tipo de medidas que se instrumenten, que no se agotan en la reducción de las tasas de interés. En esto hay una responsabilidad de los estados, dado que las sociedades son mucho más que el predominio de los intereses particulares de un grupo de grandes financieros.

Notas a pie

* Profesor Titular del Departamento de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana-Iztapalapa, México gvb@xanum.uam.mx.

1 Citado por El País, Madrid, 1 de octubre de 1998, p. 55.

2 Entre las compañías convocadas estuvieron Goldman Sachs, Merrill Lynch y J.P. Morgan, a las que se sumó el banco Suizo UBS. Véase el testimonio de William J. McDonough, presidente de la Reserva Federal de Nueva York, ante el Comité de Bancos y Servicios Financieros de la Cámara de Representantes de Estados Unidos, 1 de octubre de 1998. El LTCM se fundó en 1994 y durante 1995 y 1996 operó con tasas de rendimiento superiores a 40% y algo menores en 1997. Destaca su participación en los mercados de derivados, como futuros, swaps y opciones. En todo caso, se asistió a la quiebra de una compañía que representa claramente a las finanzas modernas y globales.

3 Banco de Pagos Internacionales, 65 Annual Report, Basilea, 1995, pp. 32-33.

4 BID, América Latina tras una década de reformas. Informe anual, Washington, 1997, p. 9.

5 CEPAL, Estudio económico de América Latina y el Caribe. Síntesis 1997-1998 (versión electrónica), Santiago, Chile, 1998, apéndice estadístico, cuadros A-4 y A-5.

6 Banco de Pagos Internacionales, op. cit., pp. 34-35.

7 Las otras economías emergentes además de Corea del Sur son: Argentina, Brasil, Chile, México y Venezuela, en América Latina, así como Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia, en Asia del Este. El grado aparente de desarrollo se establece por el PIB per cápita, y la eficacia macroeconómica, la cual considera el nivel de endeudamiento externo, la tasa de inflación, el saldo del presupuesto público, la tasa de inversión y el crecimiento del PIB en el período 1990-1995 y su estimado en 1996. La elaboración es del Banco Mundial.

8 Instituto Francés de Relaciones Internacionales, Ramses 97, París, 1996, p. 225.

9Ibid., p. 227.

10FMI, International Capital Markets, Washington, noviembre de 1997, p. 49.

11FMI, World Economic Outlook (versión electrónica), Washington, septiembre de 1998, p. 79.

12Gregorio Vidal, "La economía norteamericana: recesión e inestabilidad financiera", Investigación Económica, núm. 199, Facultad de Economía, UNAM, México, enero-marzo de 1992, pp. 183-208, y "La economía estadounidense en 1992: la recesión no se queda atrás, las elecciones se acercan", Economía Informa, núm. 208-209, Facultad de Economía, UNAM, México, agosto-septiembre de 1992, pp. 14-19.

13 Alicia Girón, Eugenia Correa y Edgar Ortiz, Integración financiera y TLC, Siglo XXI Editores, México, 1995. Véase en particular el prólogo de Alicia Girón y Eugenia Correa.

14 FMI, International Capital Markets (versión electrónica), Washington, septiembre de 1998, p. 13.

15 La disminución de 1994 con respecto a 1993 fue de 2.6%; en 1997 con relación a 1996 cayó 42.5% y para 1998 se preveía otra contracción de 54%. En términos absolutos este conjunto de países tuvo un ingreso neto de capitales privados en 1996 de 214 000 millones de dólares y para 1998 el FMI calculó una cifra de 56 000 millones. El Fondo preveía que en 1998 los países en desarrollo de Asia y las nuevas economías industrializadas de la zona registrarían un ingreso negativo de capital privado de 44 000 y 29 000 millones de dólares, respectivamente. FMI, World Economic Outlook, op. cit., p. 79.

16 En 1997 las economías de industrialización reciente arrojaron un flujo neto negativo de préstamos bancarios de 34 000 millones de dólares y se estima que en 1998 será de casi 19 000 millones y en 1999 de 12 000 millones. Por lo que toca a la inversión de cartera las cifras para los mismos años son 6 000, 11 000 y 8 000 millones de dólares, respectivamente. En las economías en desarrollo de Asia los flujos negativos de inversión de cartera se estiman en 12 000 millones de dólares en 1998 y un reducido flujo positivo en 1999. En lo que concierne a los préstamos bancarios hay flujos negativos en 1997 por 43 000 millones de dólares, mientras que se estima que para 1998 y 1999 alcancen la cifra de 80 000 y 32 000 millones de dólares. Ibid.

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

18 Francois Chesnais, La mondialisation du capital, Editorial Syros, París, 1997, pp. 252-254.

19 Ibid., p. 254.

20 John M. Keynes, Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Fondo de Cultura Económica, México, 1965, p. 142.

21 FMI, World Economic Outlook, Washington, mayo de 1998, e International Capital Markets, op. cit.

22 FMI, World Economic Outlook, op. cit., p. 46.

23 Ibid., p. 48.

24 OCDE, Institutional Investors. Statistical Yearbook, París, 1997.

25 Gregorio Vidal, "América Latina, flujos internacionales de capital y proceso de privatizaciones", en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (coords.), Desorden monetario mundial y sus efectos en el sistema

financiero mexicano, Escuela Nacional de Estudios Profesionales Acatlán y Dirección de Asuntos del Personal Académico, UNAM, México, en prensa.

26 FMI, International Capital Markets, op. cit., septiembre de 1998, pp. 68-69.

27 John M. Keynes, op. cit., p. 145.

28 FMI, International Capital Markets, op. cit., noviembre de 1997, p. 27.

29 Gerard de Bernis y Maurice Bye, Relations économiques internationales, Dalloz, París, 1987, p. 602.

30 Ibid., pp. 567-636.

31 Charles Kindleberger, La crisis económica 1929-1939, Editorial Crítica, Barcelona, 1985.

32 FMI, World Economic Outlook, op. cit., mayo de 1998, pp. 110-136.

33 Banco de México, Informe Anual, México, 1996, p. 188.

34 Gregorio Vidal, "Las fases de la crisis y los movimientos en la reestructuración del capital", en Estrategia, desarrollo y política económica, Serie Investigación, núm. 1, Departamento de Economía, UAM-Iztapalapa, México, p. 314.

35 El Financiero, 6 de octubre de 1998, p. 7.

36 John M. Keynes, op. cit., p. 143.