

**FINANZAS INTERNACIONALES 1970-2020:
Medio siglo de crisis, inestabilidad e incertidumbre**

**International Finance 1970-2020:
Half a Century of Crisis, Instability and Uncertainty**

Dra. Mercedes García Ruiz

<http://orcid.org/0000-0002-5815-7006>

Centro Investigaciones de la Economía Internacional

mercygarcia Ruiz@gmail.com

.....
Recibido: Septiembre 2021
Aceptado: Septiembre 2021
.....

Resumen

En las cinco décadas transcurridas desde que entró en crisis el sistema monetario internacional de Bretton Woods en los setenta tuvieron lugar importantes transformaciones en las finanzas internacionales asociadas a procesos de liberalización, integración, titularización e innovación financiera. Como resultado, el panorama monetario financiero se caracteriza esencialmente por elevados niveles de desregulación e interconexión de los mercados de valores, monetarios y crediticios; gran magnitud y dinamismo de la actividad de las instituciones y agentes que operan en ellos y una persistente volatilidad de las tasas de interés, los tipos de cambio, los índices bursátiles y el acceso al financiamiento. En ese ambiente, un rasgo distintivo es el riesgo permanente de perturbaciones y crisis, y la consecuente incertidumbre que domina el mercado.

Palabras clave: Crisis, mercados financieros, divisas, deuda, riesgo e incertidumbre.

Abstract

In the five decades since the Bretton Woods international monetary system entered crisis, significant changes have taken place in international finance associated with processes of liberalization, integration, securitization and financial innovation. As a result, the current financial monetary landscape is essentially characterized by high levels of deregulation and interconnection of securities, money and credit markets; great magnitude and dynamism of the activity of the institutions and agents operating in them and persistent volatility in interest rates, exchange rates, stock indices and access to finance, and in that environment, a hallmark is the ongoing risk of shocks and crises and the consequent uncertainty that dominates the market.

Keywords: Crisis, debt, financial markets, foreign exchange, risk and uncertainty

CC BY 4.0

Revista Cubana de Economía Internacional
May/2021-Oct/2021 Págs.93-126

Introducción

Las finanzas internacionales se caracterizan en la actualidad por un incremento inusitado de la inestabilidad y la incertidumbre en la actividad crediticia, bursátil y monetaria. La presencia de mercados integrados, sofisticados y dinámicos que reaccionan excesivamente ante cambios, reales o previstos de los indicadores fundamentales de las economías y por la presencia de factores extraeconómicos, y en los que la especulación tiene un notable crecimiento, provoca cada vez con más frecuencia perturbaciones y crisis que se propagan fácilmente entre los países en una especie de efecto contagio.

Tal estado de cosas es resultado de transformaciones que tuvieron lugar en las últimas décadas, vinculadas principalmente a la liberalización financiera en economías avanzadas y subdesarrolladas, la flexibilización cambiaria, la titularización del financiamiento, la interconexión de los mercados y una constante innovación. Cuestiones que alteraron sustancialmente la naturaleza de las finanzas y le imprimieron un carácter de creciente inseguridad al entorno monetario y financiero internacional en el que se desenvuelven las naciones.

Fue en la década del setenta, cuando ganan adeptos diferentes modificaciones de la teoría económica del *laissez faire* y se imponen paradigmas de desarrollo que defendían la reducción de la intervención estatal y la liberalización de los mercados, que se refuerza y manifiesta con mayor claridad el carácter flexible y universal del capital como rasgo predominante del capitalismo contemporáneo.

CC BY 4.0

Revista Cubana de Economía Internacional
May/2021-Oct/2021 Págs.93-126

Exponer los cambios esenciales que, a partir de entonces acontecieron en el ámbito financiero y sus efectos es el propósito del artículo.

La década del setenta: Crisis del sistema de Bretton Woods y desregulación financiera.

En los años setenta se produjeron eventos trascendentales en la economía internacional. Uno de ellos, la ruptura del sistema de tipos de cambios fijos, marcó el inicio de una etapa de fluctuación cambiaria que ha sido definitiva para la capacidad productiva, comercial y financiera de las naciones y, en general, para la estabilidad económica mundial durante las últimas cinco décadas.

El sistema monetario internacional aprobado en las postrimerías de la II Guerra Mundial fue un tácito reconocimiento a la hegemonía económica, política y militar de los Estados Unidos (EEUU) y sus principios, plasmados en el acuerdo de Bretton Woods de julio de 1944, la afianzaron aún más. A partir de entonces el dólar se erigió como patrón monetario internacional con una convertibilidad plena al oro a un precio fijo de 35 US dólares la onza, y se estableció una fluctuación máxima del 1% para el resto de las monedas frente al dólar.

Durante más de dos décadas, EEUU suministró dólares al mundo a través de inversiones directas, préstamos y donaciones atendiendo a consideraciones tácticas y estratégicas del gobierno, tanto de orden económico como político. Esa inyección millonaria, equivalente a un déficit persistente en la cuenta capital de la balanza de pagos estadounidense, desempeñó un papel decisivo en la reconstrucción de Japón y Europa Occidental, la conversión de esta última en un baluarte anticomunista, y la expansión de la producción y el comercio mundial.

Pero, a medida que la emisión de dólares crecía se fue consolidando el criterio que EEUU gastaba e invertía en todo el mundo con “papeles” sin el adecuado respaldo en el metal y por tanto, aumentaron las presiones foráneas sobre sus reservas de oro, las cuales comenzaron a mermar de forma incontenible desde fines de los sesenta ante el incesante reclamo de convertibilidad. Paralelamente, el comercio exterior de la nación nortea se volvió deficitario

debido a la pérdida de competitividad frente a Europa y Japón, con lo cual se redujo la posibilidad de retornar los dólares emitidos.¹

En un ambiente de elevada inflación interna, crecientes déficit comerciales y financieros, guerra de Vietnam y fuerte reducción de las reservas de oro de EEUU, el sistema monetario internacional entró en una fase de perturbaciones periódicas y surgió la necesidad del reajuste de los tipos de cambio ante lo cual las principales economías intervinieron en el mercado para mantener inalterable el precio del metal en 35 \$ la onza y evitar la caída a mayor escala de las reservas estadounidenses.²

La decisión produjo inmediatamente fuertes convulsiones en los mercados de divisas de Europa y Japón que incitaron discusiones y consultas intergubernamentales en el “Grupo de los Diez” integrado por Bélgica, Canadá, EEUU, Francia, Holanda, Inglaterra, Italia, Japón, la República Federal de Alemania y Suecia, que finalmente tomaron cuerpo en los denominados “Acuerdos Smithsonianos” de diciembre de 1971.³ De ellos, los más relevantes fueron: la devaluación del dólar estadounidense en relación a las monedas de las principales economías desarrolladas y la ampliación de los márgenes de fluctuación de los tipos de cambio en un 2,25%.

Tratar de equilibrar las cuentas externas de EEUU y de otras naciones desarrolladas para evitar crisis monetarias futuras era el propósito de dichos acuerdos que resultaron efímeros pues durante 1972 continuaron las alteraciones monetarias y a comienzos de 1973, ante las crecientes dificultades de balanza de pagos y de la economía de EEUU, se produjo la segunda devaluación del dólar respecto al oro y las monedas comenzaron a fluctuar libremente, incluso las de países firmantes del Acuerdo.⁴ Asimismo, el recrudecimiento de la crisis se puso de manifiesto con la escalada ascendente

¹ Entre 1960 y 1972 la proporción de las exportaciones de los EEUU con relación al total de los países desarrollados disminuyó del 26.2% al 18.2%. En contraste, en el mismo período las de Europa Occidental pasaron del 48% al 55% y las de Japón del 5.2% al 10,4%. (FMI, 1975)

² Para neutralizar las corrientes especulativas y evitar que los EEUU perdieran más oro y su moneda se debilitara, los principales países capitalistas pusieron sus divisas a disposición de las autoridades norteamericanas para que las utilizaran como medios de pagos en sustitución del oro (“Pool” de Oro). Adicionalmente, en los marcos del FMI, se creó una unidad de cuenta denominada Derecho Especial de Giro (DEG) para atender requerimientos de las naciones con desequilibrios en Balanza de pagos.

³La reunión del G10 se efectuó en el Instituto Smithsoniano de Washington de ahí el nombre que recibieron los acuerdos tomados.

⁴ Un ejemplo fehaciente de la crítica situación imperante lo constituyó el esquema de flotación conjunta y no sujeto a restricciones de las principales monedas europeas frente al dólar que provocaba sistemáticas devaluaciones de esta última divisa.

del precio del oro y el incremento de la actividad especulativa entre las diferentes plazas financieras del mundo.

Nuevos intentos por preservar el sistema también resultaron infructuosos y en esas circunstancias, fue impostergable la reforma definitiva del Sistema Monetario que fue aprobada por los miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI) en reunión efectuada en Jamaica en 1976. La misma contenía importantes modificaciones al acuerdo original refrendado en el Convenio Constitutivo de la institución como son: la desmonetización del oro, el establecimiento del DEG como activo de reserva mundial y la eliminación de la obligatoriedad para los países de establecer una paridad fija frente al dólar con lo cual se legalizaba definitivamente el régimen de flotación que en la práctica ya regía.⁵

Desde ese momento, las variaciones en el tipo de cambio de las monedas de las principales economías desarrolladas, se erigieron en un instrumento reiterado para la corrección de los desequilibrios fundamentales y transitorios de la balanza de pagos de estos países. No obstante, la ausencia de medidas estructurales domésticas para enfrentar dichos desequilibrios, tanto en naciones superavitarias como deficitarias, impidió que la manipulación del tipo de cambio cumpliera su objetivo inicial y, las sucesivas devaluaciones y revaluaciones monetarias se convirtieron en un mero mecanismo con fines competitivos cuyo propósito en unos casos era recuperar la supremacía perdida y en otros, preservar las posiciones alcanzadas. Todo ello en medio de crecientes e irreversibles rivalidades interimperialistas.

Transcurridos más de 40 años de la reforma del sistema de Bretton Woods su legado más importante es la permanente inestabilidad que experimentan las cotizaciones de las principales divisas con la consiguiente incertidumbre que ello genera, y la ocurrencia de crisis cambiarias con un fuerte efecto contagio en mercados emergentes y desarrollados.⁶

La **liberalización** de las prácticas financieras internas y la **apertura** hacia los mercados externos, son otros de los fenómenos que comienzan a generalizarse en la década del setenta con el propósito de expandir la actividad bancaria más allá de los límites sectoriales y geográficos, y aumentar la

⁵La desmonetización del oro suponía: abolir el precio oficial del metal; eliminar los pagos en oro al FMI y la libertad de adoptar el régimen cambiario que cada país considerará de acuerdo a sus particularidades excluyendo el patrón oro.

⁶ El “contagio” se produce porque los agentes del mercado no distinguen adecuadamente entre economías con fundamentos sólidos y las débiles, y aplican criterios similares para todos los países actuando en la práctica como una especie de manada.

disponibilidad de capital.⁷ Se distingue el caso de los EEUU, donde se produjo un desmantelamiento progresivo de varias de las restricciones que durante décadas definieron el funcionamiento de los mercados monetarios y de capital domésticos ante la necesidad de proteger el ahorro y reducir el riesgo de operación de los bancos y otros agentes financieros luego de la Gran Depresión.⁸

En la mayoría de los países industrializados se flexibilizaron las fronteras tradicionales de las instituciones financieras y sus límites de actuación, creándose un espacio donde prácticamente no existían compartimentos específicos para las entidades y en el que se entrecruzaban las actividades de unas y otras. Se inició entonces un proceso de desintermediación bancaria por la presencia de nuevos agentes financieros en actividades antes reservadas para la banca y asimismo, ante la declinación de su función clásica de intermediaria y con mayor libertad de actuación, la banca empezó a incursionar en actividades no tradicionales ampliando la oferta de servicios y la clientela.⁹

Con la mayor apertura y desintermediación se fortaleció, además, la integración de los mercados que dio lugar a un escenario donde primaba la vocación internacional de las instituciones financieras; fueron los bancos estadounidenses los primeros en desplazarse de modo importante hacia otros países, fundamentalmente de Europa, y luego lo hicieron otros europeos y japoneses. También surgen centros financieros extrafronterizos en diversos países en desarrollo (Panamá, Kuwait, Bahamas, Islas Caimán, Antillas Holandesas, etc.) en los que se efectuaban transacciones con diversas divisas y donde prácticamente no existían regulaciones.

⁷ En los años setenta se produjo un cambio sustancial en la noción del desarrollo económico. Las teorías predominantes en los 50's y 60's, centradas fundamentalmente en la actividad real más que en cuestiones monetarias y financieras, se enfrentaron a paradigmas que defendían la reducción de la intervención estatal y la liberalización de los mercados. Las dificultades para conciliar regulaciones gubernamentales con la realidad del mercado nacional e internacional, fue en gran medida la razón por la cual, diferentes modificaciones de la teoría económica del *laissez faire*, ganaron adeptos en los 70's.

⁸ Después de la crisis del 1929-33, el sistema financiero norteamericano se caracterizó por numerosas restricciones cuyo objetivo era regular la actividad de las instituciones bancarias y así promover la seguridad y solvencia del sistema. El pánico y colapso del sistema bancario (9000 bancos quebraron y millones de norteamericanos perdieron sus ahorros) condujo a la aplicación, entre otras regulaciones, de las leyes GlassSteagall (1933) y Mc Fadden (1927), con el propósito de impedir que los bancos comerciales transgredieran sus fronteras sectoriales, funcionales y territoriales.

⁹ La generación de diversos tipos de activos y pasivos multiplicó las llamadas operaciones no bancarias o "fuera de balance" sobre todo en aquellas entidades con una fuerte actividad internacional.

En ese contexto, tuvo lugar un notable incremento de las corrientes de capital privado hacia países subdesarrollados.¹⁰ El fenómeno de privatización del financiamiento que se produce paralelamente a la reducción de los flujos oficiales, se vio estimulado por la crisis económica que afectaba profundamente al mundo desarrollado y compulsaba la ampliación de los mercados externos de bienes y capital, y también por la expansión de un mercado financiero libre de regulaciones llamado “Euromercado” al que podían acceder sin grandes restricciones, las naciones subdesarrolladas con mejores perspectivas económicas.¹¹ Para éstas, el financiamiento canalizado a través del Euromercado representó en 1979 casi el 50% del total del financiamiento externo recibido.

En general, desde los primeros años de la década del setenta, los bancos comenzaron a desplazar a otras fuentes de financiamiento oficial y privado, y consolidaron su posición como la más importante para las economías subdesarrolladas y ya en 1974 representaban más de los dos tercios de la corriente neta total de recursos financieros.¹² De ser los acreedores de alrededor del 17% de la deuda externa de este grupo de naciones en 1970, los bancos comerciales pasaron a controlar el 40% de la deuda en 1979. (García, 2002)

El desplazamiento del financiamiento oficial y de otros flujos privados por préstamos bancarios a la par que permitió una mayor disponibilidad de capital extranjero implicó fuertes presiones sobre la capacidad de pago de los países subdesarrollados al hacer más inmediata y costosa la devolución de los recursos que por esa vía ingresaban y adicionalmente, provocó importantes distorsiones en la distribución interna de los recursos, inhibiendo su utilización socialmente productiva a favor de actividades especulativas y la acumulación de reservas.

¹⁰Entre 1970-1979 las corrientes oficiales crecieron a un ritmo promedio anual del 13,7% mientras que las privadas lo hicieron al 21,4% (UNCTAD, 1980)

¹¹ El Euromercado está conformado por instituciones bancarias que operan con monedas libremente convertibles depositadas fuera de su país de emisión, y en los setenta alcanzó gran auge por el incremento de la liquidez procedente de países exportadores de petróleo (los petrodólares) y la mayor incorporación de bancos estadounidenses ávidos de mayor libertad para operar. Del total de préstamos concedidos por este mercado, el porcentaje captado por el mundo subdesarrollado pasó del 34,2% en 1973 al 52,6% en 1979. (OECD, 1990)(Banco Mundial, 1996)

¹² No todos los países subdesarrollados se beneficiaron de los flujos procedentes de la banca comercial pues la participación de ésta se ubicó principalmente en las naciones que presentaban niveles de ingresos relativamente altos, el resto continuó dependiendo en alto grado del financiamiento de fuentes oficiales.

Esta importante asimetría entre los requerimientos a largo plazo del desarrollo económico y el carácter a corto plazo del financiamiento bancario generó la necesidad permanente de nuevo endeudamiento a cualquier costo con el propósito de refinanciar créditos vencidos y condujo inexorablemente a la situación de extrema iliquidez en los países deudores que devino en una severa crisis financiera a principios de la década del ochenta.

En resumen, los cambios que se produjeron en los ámbitos monetarios y bancarios del mundo desarrollado durante el decenio de los setenta constituyeron la “semilla” de tendencias significativas de las finanzas internacionales referidas a la liberalización, integración e inestabilidad de los mercados, las cuales continuaron reforzándose en la década del ochenta.

Los ochenta: Crisis de deuda externa y reformas neoliberales en el mundo subdesarrollado.

El estancamiento económico y el deterioro social generado por una grave crisis de endeudamiento externo que estalla en 1982, y las fuertes presiones que ejercían los acreedores para el pago del servicio de la deuda, propiciaron la puesta en marcha de cambios fundamentales en las políticas económicas de los países subdesarrollados a partir de los ochenta.¹³(García, 2002)

Las nuevas políticas, dirigidas esencialmente a la liberalización, apertura externa y privatización de las economías, se plasmaron en un conjunto de medidas que incluía entre las más significativas: el desmantelamiento de los controles de precios e intereses, la desregulación de los mercados financieros, la liberalización de la cuenta corriente y la cuenta capital de balanza de pagos, reformas al sistema tributario y al mercado laboral, la eliminación de subsidios, la reducción de programas de gasto público y la privatización a gran escala de empresas públicas.

La liberalización del sistema financiero doméstico y la apertura de la cuenta capital, como parte del amplio proceso de reformas que tuvo lugar, perseguían vencer obstáculos para que las economías se independizaran del control estatal en la esfera financiera y operasen según las reglas del mercado, pretendiendo de ese modo alcanzar una inserción más plena en la economía internacional. En ambas, fue determinante la influencia de corrientes del

¹³ La profunda crisis económica y social que afectó a la generalidad de los países subdesarrollados estuvo determinada fundamentalmente por la abrupta caída de las fuentes de financiamiento externo debido a la incapacidad de estas naciones para enfrentar las voluminosas deudas contraídas durante la etapa de expansión crediticia en los setenta y la consecuente declaración de moratoria de pagos en la mayoría de ellas.

pensamiento económico que defendían a ultranza las bondades del mercado como medio para alcanzar la eficiencia y mayores ritmos de crecimiento.

Viejas y nuevas ideas sobre el papel de las instituciones y los mercados financieros en el proceso de acumulación de capital, toman fuerza y son muy debatidas desde principios de los ochenta. Se validaron teorías apologéticas del libre mercado que enfatizaban en las ganancias que traería la apertura financiera al exterior en contraposición con las limitaciones que supone operar en los estrechos marcos nacionales. Argumentando, además, que una amplia diversificación de las carteras, el incremento del ahorro y una buena asignación de los recursos, serían beneficios que de modo infalible se lograrían con la liberalización externa.

Partiendo del hecho que los mercados financieros domésticos en países subdesarrollados presentaban ciertas características (reducido tamaño en número de participantes y transacciones, regulaciones inadecuadas, limitaciones de información y de infraestructura, y ausencia de analistas competentes) que los hacían incompatibles con la aspiración de una amplia diversificación, varias de estas teorías respaldaban la apertura de la cuenta capital de balanza de pagos (títulos de deuda, inversión en cartera y directa) como vía para alcanzar un nivel óptimo de diversificación de carteras y de riesgos.¹⁴

Asimismo, planteaban que la ausencia de restricciones al endeudamiento externo permitiría que empresas, individuos y gobiernos captasen recursos del exterior cuando el mercado interno fuese poco profundo e incapaz de suplir sus requerimientos financieros. Pero más allá de estos beneficios a corto y mediano plazo, los defensores de la apertura externa aseveraban que, tal como lo demostraba la experiencia de los países industrializados, la libre movilidad del capital constituía un paso inevitable en el camino hacia el desarrollo (García, 2002).

En todas las reformas aplicadas primó esencialmente la concepción neoliberal según la cual la liberalización de los mercados es el factor que estimula el ahorro, la inversión y la productividad, y en consecuencia, incitaban la ideología

¹⁴ La teoría neoclásica del mercado de capitales vincula el rendimiento esperado con el riesgo de la inversión, y presenta un enfoque atractivo para la administración del portafolio, la evaluación de activos y los criterios de inversión. Propone la diversificación de la cartera como medio para que los inversionistas eleven su rendimiento y minimicen los riesgos; el criterio es claro: dividir la riqueza entre una gama más amplia de activos implica disminuir la cantidad de dinero que se tiene en cada uno de ellos, y por lo tanto, reduce el riesgo del rendimiento de la riqueza. Como planteaba el economista James Tobin, la diversificación significa “no poner todos los huevos en la misma cesta”. (García, 2002)

del libre cambio y la desregulación comercial y financiera, desestimando las posiciones intermedias entre los extremos de la liberalización indiscriminada y el intervencionismo arbitrario. Con esos supuestos, el neoliberalismo impulsó la disminución del tamaño y las funciones del Estado y, al mismo tiempo, la privatización de empresas y servicios públicos.¹⁵

Con todo este arsenal teórico y en medio de una grave crisis económica y financiera, los países subdesarrollados altamente endeudados se enfrascaron de lleno en un proceso de reformas financieras compatibles con las tendencias desregulatorias que ya descollaban en los mercados financieros y monetarios internacionales.

En su mayoría, las reformas se concretaron en el marco de las negociaciones que entablaron los deudores con sus acreedores privados y oficiales para organizar el estado de sus finanzas externas y tener acceso a nuevo financiamiento. En ese escenario, los organismos financieros multilaterales (FMI y Banco Mundial) se erigieron en promotores de duras políticas de estabilización y ajustes estructurales como requisito previo en prácticamente todos los nuevos créditos que otorgaban. Por su parte, el resto de los acreedores concedía préstamos sólo si se cumplían ciertos parámetros exigidos por las mismas.¹⁶

Paralelamente y ante la imposibilidad de recuperar el capital invertido en economías virtualmente paralizadas por la crisis, la estrategia bancaria incorporó en la segunda mitad del decenio, mecanismos de reducción de deudas y esquemas para su conversión en bonos y en acciones. Los bancos internacionales respondieron al desafío de la titularización de los instrumentos financieros y comenzaron a diversificar su cartera de activos, participando activamente en el mercado secundario que se conformó para la comercialización de los títulos de deudas de los países en desarrollo. De ese modo se deshicieron de importantes volúmenes de deudas e intercambiaron otra parte significativa por títulos-valores.¹⁷

Dichas operaciones le imprimieron un mayor dinamismo a los mercados de valores domésticos y favorecieron las transacciones financieras con capital fo-

¹⁵Son los planteamientos acerca del papel del Estado los que ponen de manifiesto con toda crudeza la verdadera filosofía del neoliberalismo que rechaza cualquier injerencia en las fuerzas del mercado. Considera al Estado un ente rígido y burocrático, que inhibe la iniciativa privada y genera ineficiencia mediante los controles de tipos de cambio y tasas de interés, las subvenciones y el proteccionismo.

¹⁶ Esta situación puso fin a la etapa de endeudamiento soberano sin grandes restricciones de políticas y a su vez, provocó la paradoja de que para obtener créditos, los deudores tenían que exhibir resultados positivos en su crecimiento y, al mismo tiempo, servir una deuda externa que consumía prácticamente todos los recursos que podían destinarse a lo primero.

¹⁷Dicha estrategia fue acuñada oficialmente por el Plan Brady en 1989.

ráneo no vinculado a la reestructuración de la deuda y sin dudas, propiciaron la reanudación del flujo de capitales hacia importantes economías deudoras de América Latina y Asia. Así, el verdadero significado de la conversión de deuda en capital y bonos fue la creación de condiciones para el reingreso de un grupo de países en desarrollo al mercado de valores internacional y una vía para promover la inversión extranjera directa, elemento imprescindible en la conformación de un mercado de bienes, servicios y capital cada vez más integrado a nivel mundial.

El proceso de desintermediación bancaria y liberalización del financiamiento externo que comienza a producirse en los ochenta en numerosas naciones subdesarrolladas, estuvo en consonancia y al mismo tiempo reforzó la propensión prevaleciente en los mercados financieros desarrollados referida a la variación de la composición de los instrumentos de financiación canalizados hacia los principales prestatarios.

La titularización (*securitization*), denominación que recibió la tendencia referida a la expansión de un nuevo tipo de patrón financiero vinculado a la emisión de títulos y valores para su comercialización en mercados bursátiles en menoscabo del financiamiento bancario tradicional, constituía en los ochenta un fenómeno relativamente nuevo, pero en los noventa adquirió una notable dimensión cuando la colocación de títulos superó el flujo de préstamos bancarios en los mercados internacionales.¹⁸

La búsqueda de financiamiento directo por parte de grandes corporaciones, la necesidad de financiar el déficit público de los gobiernos de países industrializados, el incremento de las inversiones productivas en economías subdesarrolladas, los mecanismos de conversión de deuda en capital en países altamente endeudados y el estancamiento de los créditos sindicados para los países en desarrollo, estimularon el crecimiento del mercado de valores convirtiendo la Bolsa en una pieza clave del sistema financiero.

En resumen, la crisis de deuda externa que tuvo lugar en este decenio originó cambios trascendentales en las políticas económicas del mundo subdesarrollado que constituyeron el necesario complemento de los procesos de liberalización, integración y titularización que en el ámbito internacional venían desarrollándose, y que definitivamente, se consolidaron en los noventa.

¹⁸ En los años 70` y hasta 1984, los préstamos constituyeron más del 50% del total de fondos captados en los mercados internacionales y en el período que va desde 1990 a 1996 no lograron superar como promedio el 35% al ser desplazados por los bonos internacionales. (OCDE, 1996).

Los noventa: Globalización financiera y crisis en mercados emergentes.

Un aspecto relevante de la economía internacional en los noventa lo constituyó el espectacular crecimiento que experimentaron los mercados financieros internacionales asociado principalmente a la mayor dimensión financiera de las economías, el desmantelamiento de las regulaciones que frenaban el movimiento internacional del capital, la profunda innovación en productos y servicios financieros, y la proliferación de nuevos agentes y patrones de financiación.¹⁹(García, 2010)

El conjunto de transformaciones que se produjeron en las principales plazas financieras del mundo y en la actuación de sus agentes, revolucionaron la naturaleza y dinámica de las finanzas, al tiempo que consolidaron su papel protagónico en las relaciones económicas internacionales más allá de la propia expansión que experimentaba la economía y el comercio mundial. La existencia de un mercado de capitales cuya integración aumentaba de manera sostenida, conllevó a la instauración de un mercado mundial como parte consustancial del denominado proceso de globalización de la actividad económica.²⁰

La creciente internacionalización e integración de los mercados respondía esencialmente a la necesidad del capital de expandir sus espacios de valorización, y se manifestó en la mayor participación de bancos y otras entidades financieras en la financiación del comercio y la inversión, en nuevas facilidades para acceder a los instrumentos financieros disponibles, en un incremento de la negociabilidad de los activos y pasivos financieros, la transformación de los mercados de divisas en mercados de 24 horas, la mayor rivalidad entre los agentes para alcanzar el liderazgo del mercado y en el aumento de la sensibilidad de las diferentes plazas respecto a los cambios que se producían en cualquiera de ellas. (García, 2002, 2010)

En ese ambiente de integración y liberalización se acrecentó la competencia institucional y la volatilidad de tasas de interés y tipos de cambio, y la necesidad de enfrentar los efectos adversos de ambos factores estimuló la

¹⁹ La mayor dimensión financiera de las economías se expresó en el elevado nivel de endeudamiento de los gobiernos, las familias y las empresas, y en el significativo incremento del peso relativo del crédito y la actividad financiera en el Producto global.

²⁰ Aunque desde los años setenta y ochenta se produjo el estrechamiento de los vínculos entre los mercados debido a los procesos de liberalización de los sistemas financieros y la desreglamentación de la actividad bancaria en muchos países industrializados, la ruptura del sistema de paridades fijas de Bretton Woods y los avances de la informática y las telecomunicaciones, no fue hasta el decenio de los noventa que con toda claridad se puso de manifiesto la vocación integracionista de las finanzas.

capacidad de innovar; innovación que paradójicamente acrecentó el riesgo ya que con ella se asumían, muchas veces, posiciones abiertamente especulativas que generaban más distorsiones e incertidumbre en el mercado.(García, 2002, 2010)

Conjuntamente con el proceso de innovación se constató una significativa variación en la composición de los instrumentos de financiación a favor de los títulos-valores y el consecuente crecimiento del mercado de valores que a su vez propició la flexibilización del financiamiento internacional ya que por un lado permitía la captación directa de fondos con diferentes remuneraciones, plazos y monedas y por otro incrementaba la negociabilidad de los instrumentos debido al mayor riesgo de los activos a largo plazo.²¹

En la materialización de estas tendencias durante el decenio, un factor relevante fue la aplicación intensiva de nuevas tecnologías en el negocio bancario, la cual posibilitó la ampliación de la oferta de servicios a los clientes y la reducción de los costos de operación, tornándose más eficiente la toma de decisiones de inversión y financiación. Con el desarrollo de las telecomunicaciones y la informática se redefinieron las nociones de distancia financiera y fue posible la conexión simultánea de los principales mercados, incrementándose así las oportunidades de arbitraje y especulación de fondos.(García, 2002, 2010)

A la liberalización, integración, titularización e innovación financiera se le atribuyeron efectos de gran connotación para la economía mundial pues si bien hacían que el capital fluyese con mayor libertad entre las naciones y aumentaba la oferta crediticia a escala internacional, por otra parte incrementaba la exposición de los países receptores de capital ante cambios en las corrientes financieras, implicaban un mayor riesgo cambiario y crediticio, y erosionaban la capacidad y libertad de los gobiernos para decidir su política monetaria y económica.

En la esfera monetaria, era evidente la creciente inestabilidad que experimentaban las cotizaciones de las principales divisas y la incertidumbre que ello producía. El comportamiento volátil de las paridades y en general las crisis cambiarias que se desencadenaron en el decenio, eran fruto de la combinación de factores objetivos y subjetivos exacerbados por el relajamiento de las restricciones macroeconómicas, la falta de consistencia en política económica, una gran movilidad de capital, fuerte desregulación de la actividad

²¹ En los años 70` y hasta 1984, los préstamos constituyeron más del 50% del total de fondos captados en los mercados internacionales y en el período que va desde 1990 a 1996 no lograron superar como promedio el 35% al ser desplazados por los bonos internacionales. (OCDE, 1996, 1998).

bancaria y el auge de la actividad especulativa. (Sachs *et al*, 1996)

La vulnerabilidad de las economías en este contexto monetario-financiero internacional crecía a medida que lo hacía su integración al mercado financiero internacional, no solo porque con ella la supeditación a los vaivenes de un mercado extremadamente volátil se incrementaba, sino además, porque la integración multiplicaba los costos de los errores cometidos en la aplicación de políticas nacionales.

Especialmente agudas desde mediados de los noventa fueron las tensiones para los llamados mercados emergentes que, luego de una significativa apertura financiera al exterior, quedaron en una situación muy frágil ante la notable movilidad que experimentaba el flujo internacional de capitales. Fue evidente entonces la incapacidad de las autoridades monetarias nacionales para evitar la gestación, profundización y contagio de las crisis.²²

La apertura indiscriminada de la cuenta capital en el marco de procesos de ajuste no consolidados, al tiempo que incrementó la afluencia de capital para las naciones subdesarrolladas de medianos ingresos, implicó efectos macroeconómicos indeseables e importantes problemas de gestión en el plano cambiario, monetario y fiscal.

La masiva entrada de capitales en los noventa, luego de la fuerte restricción financiera de la década anterior, retroalimentó la histórica dependencia al capital extranjero por el impacto que tuvo en el consumo, el ahorro, el déficit en cuenta corriente y en otros parámetros fundamentales de las economías receptoras. Como resultado, se incrementó la vulnerabilidad de éstas ante los cambios negativos que experimentaron los flujos en los noventa y, al mismo tiempo, se consolidó un modo de hacer política económica en el que el objetivo prioritario lo constituyó la atracción de capitales para evitar las afectaciones que invariablemente provocaba su caída o reversión.

La mayoría de las economías que retornaron al mercado financiero internacional padecieron la incertidumbre vinculada a la estabilidad de los flujos; la situación fue más complicada para aquellas que presentaron desequilibrios fiscales y cambiarios, y donde las transferencias a corto plazo con fines puramente especulativos eran considerables y/o las inversiones en cartera tenían un peso significativo ya que una parte importante de estas últimas se realizaban a corto plazo y en consecuencia, las modificaciones de las variables financieras internas (tipo de cambio y tasa de interés) alteraban los criterios de inversión y las

²²El contagio fue el aspecto más estupefaciente de las crisis financieras por el modo en que sucesos ocurridos en pequeñas economías indujeron en mayor o menor grado a crisis en economías que estaban a mucha distancia sin considerar el estado de los factores fundamentales y guiándose básicamente por las tendencias a corto plazo. (García, 2002)

preferencias de cartera de los inversionistas. (García, 2002, 2010)

Por otro lado, como los avances en materia económica que exhibían muchos de los países que experimentaron grandes entradas de capital no estaban lo suficientemente consolidados para pronosticar su estabilidad en el mediano y largo plazo, también fue muy relativa la permanencia del flujo financiero condicionado a ellos.

Definitivamente, la inserción financiera internacional provocó una mayor exposición al riesgo de ruptura en la entrada de capitales o de una cuantiosa salida. Mercados desregulados y especulativos acrecentaron la volatilidad de las variables financieras e hicieron que pequeños y aislados sucesos se transformaran en crisis de amplia magnitud y alcance, en virtud de las cuales varias naciones latinoamericanas y asiáticas que habían sido favorecidas con abundantes flujos de capital se vieran inmersas en una situación de fuerte escasez y encarecimiento del financiamiento con severas afectaciones para la economía real y el sector financiero. (Mishkin, 2001)

Entre las graves y disímiles consecuencias que sufrieron países considerados exitosos en el contexto de la globalización financiera estuvieron las crisis cambiarias, problemas de liquidez para refinanciar grandes volúmenes de deuda a corto plazo, quiebras bancarias, interrupción de proyectos de inversión, colapso de la producción, disminución del empleo y el consumo, y numerosas quiebras empresariales. La brusca interrupción del flujo de capitales llevó a muchas de estas naciones a la situación extrema de suspender los pagos de la deuda externa y acudir a la asistencia financiera internacional. (Calvo, 1998)

Luego de la crisis mexicana en 1994, considerada la primera de los mercados emergentes en el decenio, los principales países industrializados dieron pasos para el mejoramiento de la actividad de regulación financiera fortaleciendo los mecanismos de cooperación en materia de supervisión de los mercados. Adicionalmente en el marco del Grupo de los Diez se examinó la adopción de procedimientos más ordenados para evitar y enfrentar crisis de liquidez. (García, 2002) (BIS, 1998)

Por su parte el sector bancario internacional desarrolló un conjunto de iniciativas tendientes a reducir el riesgo crediticio que constituye la fuente tradicional de problemas para las instituciones bancarias y asumió además, una actitud menos agresiva en las actividades de inversión de fondos institucionales de gran rentabilidad y alto riesgo.

No obstante, los acontecimientos posteriores en el Sudeste Asiático, Rusia, Turquía y Argentina, y los que tuvieron lugar en el nuevo milenio en países altamente industrializados, así como su amplia repercusión internacional constatan que aún quedan cuestiones esenciales por resolver en términos de

supervisión y regulación de los mercados para poder superar el grave peligro que conlleva la transformación y reestructuración de las finanzas internacionales. (Calvo, 2005)

2000-2009: De la crisis subprime a la crisis financiera internacional.

Lo que inicialmente se presentó como una crisis de crédito hipotecario en los EEUU producto de la explosión de una burbuja inmobiliaria a mediados del 2006, se transformó en poco tiempo en un fenómeno con amplias ramificaciones en los diferentes segmentos del mercado financiero internacional. (Reinhart and Rogoff, 2008)

El origen de la crisis bancaria estadounidense se ubica en el periodo de incremento de la liquidez y bajas tasas de interés que vivió la nación norteamericana entre el 2002 y 2004 cuando, tras el derrumbe de las Torres Gemelas, el entonces presidente de la FED, Alan Greenspan, desarrolló una política monetaria expansiva para sortear la crisis económica.²³ En ese contexto se exacerbaban problemas típicos del mercado crediticio como son la selección adversa y el riesgo moral, y numerosas instituciones bancarias se implicaron agresivamente en el negocio de hipotecas de alto riesgo (*subprime*) empujando consigo a entidades especializadas en el tema del seguro financiero y, posteriormente, a amplios sectores del mercado financiero mediante el uso indiscriminado de mecanismos de titularización de deudas y productos derivados. (García, 2010)

Así, al producirse la escalada alcista de la tasa de interés en los EEUU desde finales del 2004 y comenzar a acumularse importantes atrasos en el cobro de las hipotecas *subprime*, el problema trascendió los límites del sector inmobiliario convirtiéndose, tanto por el número como por la naturaleza de las entidades involucradas, en un asunto de prioridad nacional.²⁴

²³ La situación de la economía norteamericana ya era complicada en el 2001 producto de la crisis del sector tecnológico que había sido el motor impulsor de la economía en la década del noventa. En esas circunstancias y con el objetivo de estimular el crecimiento, las tasas de interés cayeron desde un 6% en 2002 hasta el 1% en 2004, un nivel sin precedentes en casi 50 años.

²⁴ Ante los primeros indicios de inflación en la economía norteamericana (incremento del déficit fiscal producto de la guerra de Irak y la reducción de impuestos, aumento del precio de materias primas energéticas y no energéticas, etc.), la Reserva Federal cambió su política monetaria e incrementó los intereses.

Pero la crisis no solo se extendió sectorialmente, también lo hizo en el ámbito geográfico y ya en el segundo semestre del 2007 resultaba evidente el contagio internacional. Su propagación externa fue inevitable por el alto grado de integración y automatización de los mercados financieros. Muchas instituciones bancarias que aprovecharon el boom del mercado inmobiliario norteamericano e invirtieron, sin la debida información, sumas millonarias en préstamos de alto riesgo con la promesa de succulentas ganancias, fueron arrastradas por la crisis. Adicionalmente, como numerosos contratos hipotecarios habían sido objeto de venta en mercados secundarios, el problema también trascendió a las bolsas extranjeras mediante la titularización de las deudas.²⁵

La marcha de los acontecimientos en el mercado de hipotecas y el aumento de la tasa de morosidad en ese tipo de crédito, generó un fuerte sentimiento de expectación que paulatinamente se convirtió en franca desconfianza al deteriorarse las perspectivas económicas en la nación estadounidense e incrementarse el número de entidades financieras, norteamericanas y extranjeras, involucradas en el problema. Desde ese momento la crisis dejó de ser un problema “local”, se internacionalizó y la aversión al riesgo dominó el mercado.

La actividad de los mercados financieros internacionales que a principios del 2007 se caracterizaba por un clima de baja volatilidad, elevadas ganancias en títulos de renta variable y adecuada liquidez en instrumentos de deuda comenzó a manifestar las primeras señales de inquietud en el segundo trimestre del año, formándose a partir de entonces un ambiente de incertidumbre que alteró progresivamente el funcionamiento de los mercados monetarios, crediticios y de valores. (FMI, 2007)

Caracterizado por fuertes tensiones de liquidez; contracción de la oferta de préstamos (*credit crunch*), numerosas quiebras y rescates de instituciones en problemas, el **mercado crediticio** internacional fue el de los primeros en ser golpeado por la crisis financiera de Estados Unidos.²⁶

²⁵Títulos respaldados con garantías inmobiliarias o hipotecas que se comercializaron al unísono en distintas plazas. Contratos hipotecarios que fueron objeto de bursatilización sin mayores restricciones por el alto grado de profundización financiera que existía.

²⁶ Instituciones financieras importantes de EEUU que cayeron en crisis en el 2007: Citigroup; Countrywide; Bear Stearns; Blackstone; American Home Mortgage; National City Home; First Magnus Financial, Morgan Stanley y Merrill Lynch. De otras naciones: IKB y Deutsche Bank (Alemania); CreditAgricole y BNP Paribas (Francia); Banco Santander (España); Banca March(Nueva Zelanda); NorthernRock , Victoria Mortgages y Barclays (Inglaterra); UBS (Suiza); Rams Home Loans y Macquarie Bank (Australia).

El número de entidades expuestas a valores respaldados por activos hipotecarios subprime creció rápidamente desde mediados del 2007 y en esas circunstancias, entraron en escena los Bancos Centrales para tratar de amortiguar los efectos de la crisis y evitar su propagación más allá de lo inevitable por la propia dinámica de un mercado cada vez más global. La FED recurrió a la disminución de las tasas de interés, medida que solo había sido tomada ante eventos extremadamente críticos, tales como la crisis de las instituciones de ahorro y préstamos en los EEUU a fines de los ochenta, la crisis de México en 1994 y la Tecnológica (*punto com*) en el 2000.

Adicionalmente, a fin de estabilizar las tasas de interés interbancarias, las autoridades monetarias de las principales economías del mundo inyectaron liquidez a través de operaciones del mercado abierto en una escala sin precedentes desde el colapso de la compañía financiera estadounidense Long Term Capital Management y la crisis de deuda en Rusia en 1998.²⁷ También ampliaron el acceso a la ventanilla de descuento y en determinados casos ofrecieron cobertura de garantía al depósito para calmar los ánimos de los depositantes. (FMI, 2007, 2008)

La reacción inicial fue favorable, sobre todo porque mejoró la actividad bursátil que originalmente había sido muy impactada por las millonarias pérdidas sufridas por entidades financieras norteamericanas y la caída de Wall Street. La disminución de los intereses en EEUU y el aumento de la liquidez trajo la calma, pero ésta fue efímera pues a fines del 2007 importantes índices accionarios continuaban reflejando altos niveles de volatilidad en correspondencia con la avance de la crisis; sucesos como la declaración de pérdidas por parte del banco norteamericano de inversión Bear Stearns y luego Merrill Lynch sacudieron nuevamente los mercados finalizando el año.

Por su parte, el mercado crediticio fue poco perceptivo a las medidas tomadas por los bancos centrales, y a medida que aumentaban los “damnificados” y las noticias sobre la magnitud de las pérdidas se hacían más preocupantes, la tensión del mercado interbancario se intensificaba, se redefinían los riesgos, se agudizaba la volatilidad, mermaba la liquidez, aumentaban los diferenciales de interés y el crédito se contraía.

En el 2008 el panorama financiero continuó empeorando pues el temor a la recesión en EEUU arrastró a la baja a las Bolsas del mundo originando una situación similar a la que se produjo a raíz del derrumbe de las Torres Gemelas en el 2001. Los **mercados accionarios y de bonos** más importantes del mundo mostraron un incremento inusitado del riesgo e inestabilidad como

²⁷ En estas acciones participaron la FED, el Banco Central Europeo y los bancos centrales de Japón, Canadá, Suiza y Australia.

expresión de lo ocurrido en las economías domésticas y el sector bancario; la espiral de desconfianza y el pánico inversionista acarrió caídas significativas de los más importantes índices bursátiles de Estados Unidos, Europa y Japón durante el 2008.

El sector bancario también exhibió un agudo deterioro en el 2008 al aumentar el número entidades nacionales de prestigio internacional que quebraron o se vieron en serios problemas sin que las autoridades estatales pudiesen evitarlo con medidas de política monetaria y financiera que podrían ser catalogadas de extrema urgencia. Para el segundo trimestre, la Agencia Federal de Seguro al Depósito (FDIC, por sus siglas en inglés) había identificado 117 bancos con problemas, con un valor total aproximado de 78 000 millones de dólares de activos. (FMI, 2009)

Pero la aversión al riesgo y la volatilidad del mercado, se exacerbó con la quiebra del banco norteamericano Lehman Brothers Holdings Inc. en el mes de septiembre.²⁸ Ella produjo un incremento de la demanda de fondos en el mercado interbancario ante el temor del cierre de fuentes alternativas de financiamiento, y como resultado, se disparó el costo y se redujeron drásticamente los plazos del crédito, aumentando así las tensiones crediticias, especialmente para las instituciones más débiles.²⁹

Los **mercados de divisas** que al comenzar el año 2007 se distinguían por niveles de volatilidad históricamente bajos, también fueron trastornados por los acontecimientos del mercado inmobiliario norteamericano. La disminución de las tasas de interés por parte de la FED y el anuncio de futuros ajustes atendiendo la gravedad alcanzada por la crisis, provocó una masiva venta de dólares contra fuertes compras de euros que marcaron el inicio de la escalada de depreciación de la divisa norteamericana.³⁰

En general, el mercado se distinguió por la aversión al riesgo respecto al dólar que sufrió caídas frente a 13 de las 16 divisas activas, y por una volatilidad comparable a una montaña rusa. La depreciación del dólar fue desordenada e

²⁸ El 15 de septiembre del 2008, día que quiebra el Lehman Brothers, fue catalogado por la prensa como el “lunes negro” de Wall Street.

²⁹ Los índices de volatilidad habían logrado relajarse con las primeras medidas gubernamentales, pero la quiebra del Lehman Brothers exacerbó nuevamente la desconfianza y la aversión al riesgo de los inversionistas pues era un banco demasiado grande para dejarlo quebrar.

³⁰ Otros factores afianzaron la propensión bajista del dólar. Entre ellos el alto precio del oro que por su habitual correlación negativa con el dólar no favoreció a la divisa, y el precio del petróleo que al subir cuando cayó el dólar originó incrementos en los costos energéticos que, a su vez, estimularon el descenso del valor de la divisa dada la dependencia de la economía norteamericana al suministro externo de crudo y el efecto inflacionario que trajo consigo.

intensa, al punto que hizo renacer con fuerza la polémica sobre su pertinencia como unidad de cuenta, medida de valor y medio de pago, y no fue mayor por las pérdidas que sufrirían China y Japón como acreedores de EEUU, y el impacto comercial que tendría para la Unión Europea (UE).³¹(FMI, 2009) (García, 2015)

En el 2008 las principales monedas continuaron exhibiendo un comportamiento muy errático fruto de la convergencia de factores macroeconómicos, financieros y, fundamentalmente, por las expectativas altamente explosivas de los agentes del mercado. El ejemplo más representativo lo constituyó el de la paridad dólar norteamericano-euro, cuyas fuertes oscilaciones, no solo diarias sino en el transcurso de una misma sesión, originaron en los últimos meses del 2008 una volatilidad de niveles históricos.

En resumen, el sistema monetario y financiero internacional estuvo sometido a fuertes tensiones, mostrando una elevada fragilidad y alto nivel de riesgo sistémico a pesar de los ajustes que se realizaron por parte de las autoridades monetarias de las economías industrializadas, y lamentablemente, casi al concluir el 2009 el panorama no mostraba síntomas claros de mejoría, caracterizándose por: caída de la capitalización bursátil, comercialización de activos financieros divorciados de los fundamentos micro y macroeconómicos, ventas forzadas de divisas para fines especulativos, mercados de créditos que no funcionaban normalmente, primas de riesgo muy elevadas para mercados desarrollados y emergentes.

Sin duda alguna la crisis reforzó una de las tendencias más dañinas de las finanzas contemporáneas que es la incertidumbre, y colocó a las expectativas en el centro de atención de aquellos que, por interés económico, financiero, político o académico, seguían la evolución del problema, situando a la política monetaria de EEUU como la posible clave de su solución.

La activa gestión de los EEUU desde que se internacionalizó la crisis, a la que se sumaron otros bancos centrales de naciones desarrolladas que invirtieron sumas millonarias para apuntalar el sistema financiero, amortiguar la caída de la actividad económica y fomentar la inversión doméstica, no fue fructífera. No se logró restaurar la confianza de los inversionistas, ni impedir que se profundizara la crisis financiera ni tampoco, como era previsible, que se produjeran graves afectaciones en el desempeño macroeconómico de los países directamente involucrados.

El papel hegemónico de la economía norteamericana y la importancia del crédito bancario para el funcionamiento normal de las economías, explican por qué la crisis del sector bancario en EEUU no solo conmovió al mundo

³¹ China tenía reservas de casi 900 mil millones en títulos y bonos del Tesoro usa.

financiero sino también el desempeño corriente de las economías domésticas cuyo sistema financiero estaba fuertemente conectado al estadounidense y casi inmediatamente después, golpeó al grupo de naciones emergentes insertas en los circuitos comerciales y financieros internacionales.

La crisis adquirió una dimensión global con características muy preocupantes: (FMI, 2010) (García, 2015)

- Economías industrializadas en recesión y con un grado de sincronismo en el ciclo, no visto desde la década del setenta.
- Caídas espectaculares de la producción y el consumo por la restricción del crédito en países europeos y en EEUU.
- Incremento del desempleo en niveles alarmantes, especialmente en EEUU.
- Aumento de las presiones fiscales y el endeudamiento del sector público en las economías desarrolladas por la aplicación de medidas de rescate al sector financiero y los menores ingresos producto del derrumbe de la actividad económica.
- Importantes afectaciones en los mercados emergentes a través de diversos canales financieros y comerciales que en su conjunto provocaron la caída del nivel de actividad económica en naciones que son muy dependientes de la demanda y el financiamiento externo.³²

Con el agravamiento de la crisis económica y el colapso de los mercados financieros, la intervención de las autoridades económicas y monetarias de EEUU, la UE, Inglaterra, Japón y otras economías desarrolladas y emergentes también fue mayor, tomándose en muchos casos medidas excepcionales. Se impuso el pragmatismo por encima de principios ideológicos “sagrados”, según los cuales el Estado era parte del problema y no de la solución.

Sin embargo, la sistemática inyección de liquidez y la intervención de entidades en crisis, sin comprometer al sector privado y sin que los contribuyentes fuesen partícipes del beneficio, incrementó el riesgo moral y de hecho, constituyó un premio a los especuladores. Bajo el principio “demasiado grande para quebrar” (*is too big to fail*) se socorrieron con cuantiosas sumas de las arcas públicas a bancos y aseguradoras que se expusieron

³² El colapso del comercio internacional paralizó al sector exportador y la actividad industrial en gran parte de los países en desarrollo, particularmente en los de economías más abiertas y pequeñas. En el plano financiero los mayores problemas se concentraron en Europa del Este, región muy vulnerable a los cambios en las corrientes financieras internacionales que se dirigían a los mercados emergentes en aquellos años.

irresponsablemente a riesgos extremos, posponiéndose el necesario ajuste y sin que el crédito aumentase en el nivel que exigían las economías.

En la práctica se dio un proceso de transferencia de costos y riesgos hacia los contribuyentes en aras del bienestar corporativo. Además, el suministro de fondos a gran escala para auxiliar entidades generó fuertes expectativas e incertidumbre en el mercado.

Sin dudas, la crisis desencadenó problemas que estaban al acecho en virtud de la liberalización y el apetito del riesgo de los mercados financieros y demostró la ineficacia o ausencia de los mecanismos de cobertura y prevención en las instancias reguladoras y organismos internacionales. Asimismo, corroboró una vez más la estrecha correlación entre los desequilibrios macroeconómicos de las economías desarrolladas y la estabilidad monetaria y financiera internacional.

En el transcurso del 2009 las tensiones financieras se fueron suavizando en correspondencia con la incipiente reanimación económica que mostraba EEUU y la Unión Europea, la mejoría experimentada en los beneficios empresariales y la mayor certeza acerca del mantenimiento de los estímulos económicos y financieros por parte de las autoridades centrales. (FMI, 2010)

No obstante, la incertidumbre fue intermitente y no disminuyó al nivel requerido para restablecer la confianza de los inversionistas pues, aunque no pocos analistas y organismos internacionales consideraron superada la crisis económica, para otro grupo importante de expertos la recuperación era un mero espejismo. Y realmente, más allá del debate teórico acerca de si la crisis había “tocado” o no fondo, los hechos eran concluyentes en relación a la persistencia de importantes problemas que afectaban el desempeño de las economías en la gran mayoría del mundo industrializado, considerado el epicentro de la crisis económica y financiera.

2010-2020: Inestabilidad e incertidumbre permanente.

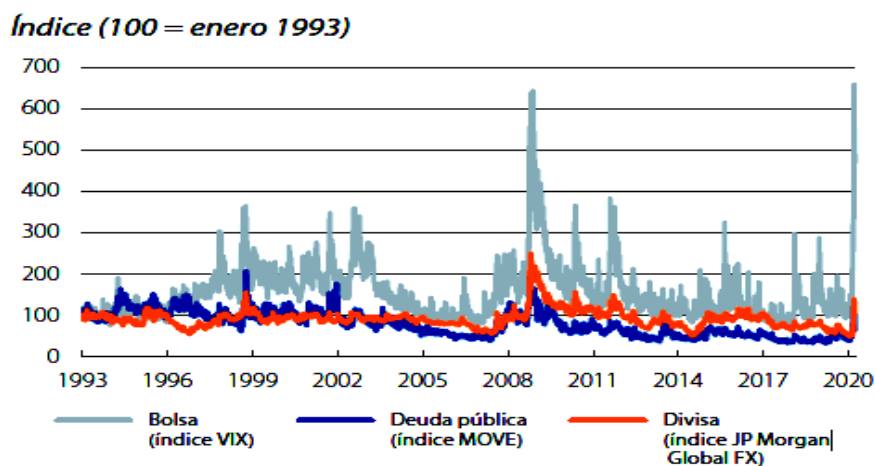
Durante la pasada década la situación de los mercados financieros continuaba siendo desfavorable en términos de acumulación de riesgos cambiarios y crediticios, saneamiento de los balances bancarios, recuperación de activos financieros soberanos, nivel de endeudamiento público y privado, y dinámica del flujo de capitales transfronterizos, entre otros indicadores representativos de la calidad del proceso de intermediación financiera. (FMI, 2012, 2015, 2019) (BIS, 2017, 2018)

Los factores más influyentes en las decisiones de los inversionistas y en la trayectoria de los mercados pueden agruparse en tres categorías: de tipo macroeconómico, de política monetaria y de carácter extraeconómico. Los primeros referidos al desempeño de la Unión Económica Monetaria (UEM), EEUU, Gran Bretaña, Japón y los mercados emergentes; los segundos, a la evolución real y esperada de la política monetaria de los principales bancos centrales del mundo, y los terceros, relacionados fundamentalmente con conflictos geopolíticos a nivel mundial.

La fragilidad financiera de la economía estadounidense, el estallido de la crisis de deuda soberana en la zona euro y la decisión de Gran Bretaña de salir de la UE (Brexit), las vulnerabilidades y el sobrecalentamiento de economías emergentes, eventos climatológicos adversos, explosiones populares e intervenciones militares foráneas en África Norte y Medio Oriente, crisis migratorias en Europa, presiones inflacionarias vía precios de alimentos y materias primas estratégicas, tensiones políticas y comerciales entre naciones desarrolladas y emergentes, e inciertas perspectivas sobre el ciclo económico global, gravitaron en la percepción y actuación de los inversores alimentando la inestabilidad que caracterizó a los mercados financieros internacionales en el decenio. (FMI, 2012, 2015, 2017, 2019) A continuación el gráfico 1 así lo ilustra.

Gráfico No.1

Mercados financieros: Volatilidad implícita.



Fuente: Caixabank, 2020a. Pag.12

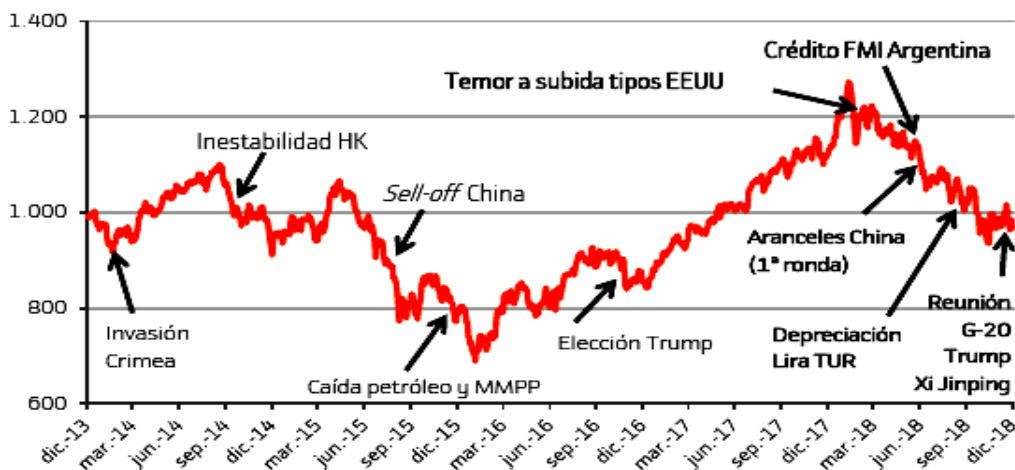
Especial connotación tuvo en el período la crisis de deuda pública y los graves problemas fiscales de la UEM por su alcance en los mercados de divisas, bursátiles e interbancario. Desde el 2010 la declaración de moratoria del gobierno griego y su posterior rescate en el mismo año, marcó el inicio de una crisis que minó los puntales de la UEM, cuya supervivencia fue seriamente

cuestionada. A Grecia le siguió Irlanda y en ese mismo año Portugal, y si no se produjo el derrumbe del esquema integracionista fue por la intervención directa de la Troika (Comisión Europea, BCE y FMI) que, con cuantiosos recursos, “salvó” a gobiernos y entidades financieras que se encontraban al borde del colapso.³³ (García, 2015)

Asimismo, en la actuación de los mercados financieros y el movimiento internacional de capitales durante el decenio ejercieron una notable influencia el nivel de riesgo que ostentaron los mayores mercados emergentes. En el gráfico 2 puede observarse cómo eventos de naturaleza muy disímil (políticos, financieros, comerciales, etc) provocaron alteraciones en la percepción del riesgo en este grupo de naciones, lo que tuvo importantes repercusiones en el costo y dirección del movimiento de capitales, accionario y de préstamo, que hacia ellos se dirigió. (Caixabank, 2020a)

Gráfico No.2

Mercados Emergentes: Evolución del Índice MSCI



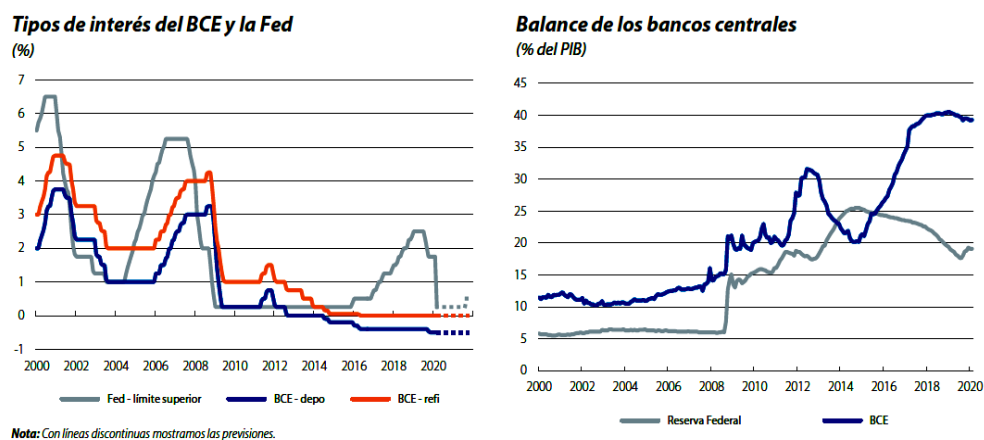
Fuente: Bankinter, 2019. Pag.29

En lo que respecta a las políticas monetarias, las naciones desarrolladas mantuvieron su estrategia expansiva. En el gráfico 3 se aprecian los casos de EEUU y la UEM.

³³ Las crisis protagonizadas por estas naciones exacerbaban problemas y debilidades que permanecían latentes como legado de la dinámica irreversible de desregulación y especulación que tipifica a los mercados.

Gráfico No.3

Bancos Centrales: Política Monetaria



Fuente: Caixabank, 2020a. Pág.9

No obstante, en contraposición con la “estrategia de liquidez” que de forma inalterable aplicó el Banco Central Europeo (BCE) con el claro propósito de fomentar el crecimiento y el empleo en la Eurozona, la FED dio señales en años recientes de un giro en el manejo monetario con el objetivo de reforzar la “salud” del sistema financiero norteamericano, todavía vulnerable por la concentración de riesgos de liquidez y solvencia, especialmente en las actividades del sector no bancario que incluye a los agentes financieros que entran en la categoría de banca paralela o *shadowbanking*. (FMI, 2015)(BIS, 2018, 2020a)

Efectivamente, la política acomodaticia de las naciones desarrolladas ha generado una dinámica de mercado que resulta muy peligrosa para la estabilidad futura del sistema monetario y financiero internacional. En ese sentido, la búsqueda de rentabilidad en un contexto de bajas tasas de interés y mayores márgenes para operar, incitó excesos financieros en agentes de mercado que, básicamente, continúan operando al margen de regulaciones de tipo micro y macroprudencial y que, con su mayor apetito de riesgo y disposición al apalancamiento, provocaron movimientos erráticos en los precios de los activos y el crédito, y alteraciones súbitas en los flujos financieros de cartera.³⁴ (FMI, 2015) (BIS, 2017, 2020b)

³⁴Fondos de inversión, sociedades gestoras de activos, fondos de cobertura (hedgefunds) y otros inversionistas institucionales, cobraron gran relevancia como suministradores de crédito en los últimos años. La proporción de instrumentos de crédito mantenidos en carteras de fondos de inversión se duplicó desde 2007 y en el 2014 ascendía al 27% de la deuda mundial de alto rendimiento. (FMI, 2014)

El mayor peso en la financiación internacional de instituciones que se caracterizan por una alta concentración de activos de riesgo, inversiones muy volátiles y agresivos mecanismos de arbitraje que escapan de la regulación bancaria, exacerba la sensibilidad de los mercados crediticios y comprometen la estabilidad financiera global. Adicionalmente, distorsionan la efectividad de las políticas monetarias al desplazar como fuente de financiamiento a uno de sus canales de transmisión históricamente más importantes, que son los préstamos bancarios.³⁵

Otro elemento que le imprimió una dosis de incertidumbre al panorama monetario internacional en estos años y que, además, supone un reto para las políticas monetarias, son las Criptomonedas y las tecnologías relacionadas con ellas.³⁶ Reguladores y bancos centrales han señalado diversos desafíos y riesgos para la estabilidad financiera derivados de su utilización, entre los que se sobresalen: la volatilidad del valor de las inversiones que respaldan su emisión; la carencia de normas y regulaciones para la protección de usuarios y consumidores contra fraudes y robos informáticos; la incapacidad de sus operadores de asegurar el cumplimiento de regulaciones contra actividades especulativas, blanqueo de capitales, financiación al terrorismo y otras actividades ilícitas; y uno fundamental, la desintermediación bancaria que puede originar su adopción a gran escala por el peligro que representa para la oferta crediticia bancaria el éxodo de depósitos hacia ellas. (BIS, 2018, 2020b) (Caixabank, 2019)

Puede afirmarse entonces que en los años que comprende el decenio se reforzaron las tendencias financieras que progresivamente se gestaron en las décadas precedentes y en particular una de las más dañinas que es la incertidumbre.

Al finalizar el 2019 las perspectivas económicas a nivel mundial eran prometedoras: Europa alejándose de la recesión y con un Brexit más ordenado tras las elecciones en el Reino Unido; una economía norteamericana en ascenso y en plenas negociaciones con China que vislumbraban un clima más relajado en materia comercial, y mercados emergentes disfrutando de entradas netas de capital luego de meses de cuantiosas salidas. Adicionalmente, el mejor entorno económico global en cuanto empleo, inflación y crecimiento amortiguaba la incertidumbre característica de los mercados financieros y hacia resurgir el apetito de los inversionistas.

³⁵ Tras la predisposición a favor de los títulos, se ubican el deterioro de los balances bancarios a partir luego de la crisis del 2008, la sistemática innovación financiera y la necesidad de los agentes, prestatarios y prestamistas, de burlar restricciones bancarias.

³⁶ La sofisticada y descentralizada tecnología de las criptomonedas no puede sustituir el sólido respaldo institucional del dinero a través de bancos centrales obligados a rendir cuentas.

Pero la realidad fue muy diferente y el virus que comenzó en China en el mes de diciembre del 2019, la COVID-19, se expandió a escala planetaria en el 2020 y generó rápidamente una crisis humanitaria de enormes proporciones con graves secuelas económicas y financieras. La pandemia devino en una debacle de la economía mundial, que ha sido catalogada por el FMI como la peor crisis desde la Gran Depresión de los años treinta del siglo pasado.³⁷

Las medidas de confinamiento adoptadas por las autoridades nacionales para contener la crisis sanitaria y evitar que colapsaran los sistemas de salud pública, tuvieron un profundo impacto en diversos sectores productivos y de servicios e ineludiblemente acarrearón una recesión económica. Con distintos grados de severidad todas las naciones, desarrolladas y emergentes, sufrieron daños considerables en el ámbito de la economía familiar y empresarial, la macroeconomía, el comercio y las finanzas externas.

La reacción de las economías desarrolladas frente a la nueva crisis fue reproducir el auxilio que tuvo lugar a raíz de la crisis *subprime* en el 2009. Buscando nivelar la economía aplicaron un “cóctel” de políticas monetarias y fiscales que esencialmente consistió en reducción de las tasas de interés, inyección de liquidez y alivio fiscal y que, a diferencia de la anterior crisis, tuvo un radio de acción que trascendió al sector bancario y abarcó áreas más amplias de la economía.³⁸

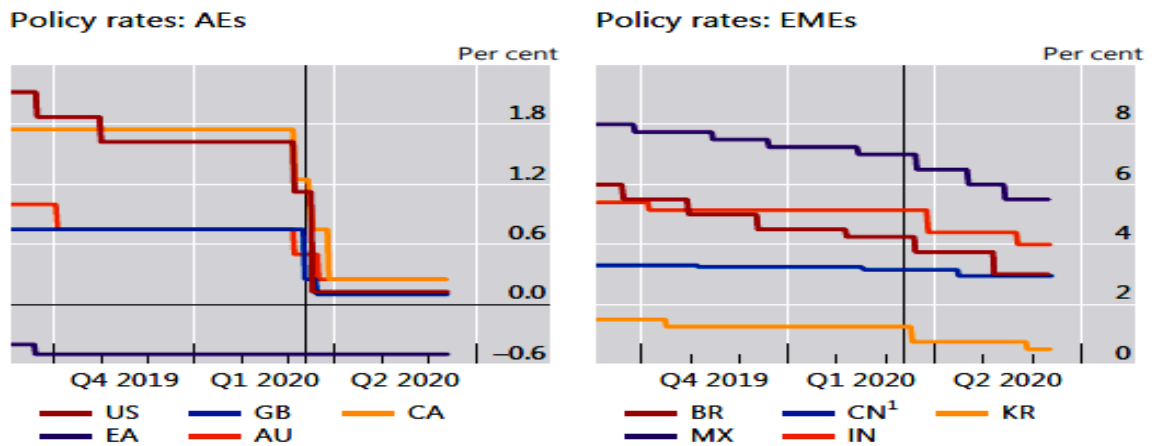
Las expansiones cuantitativas y en general el carácter flexible de las políticas seguidas por la FED, el BCE y otros bancos centrales del mundo desarrollado y emergente desde el primer semestre del año, constituyeron un paliativo financiero importante frente a la crisis económica (ver gráficos 4 y 5). No obstante, su efectividad real estuvo muy condicionada a la duración e intensidad que manifestó el shock sanitario.

³⁷La COVID-19 dejó un saldo de aproximadamente 81 millones de personas contagiadas y 1,7 millones de fallecidos en el 2020 y a esa triste realidad se le añaden graves consecuencias para el bienestar económico y social de la población en los países afectados.

³⁸ Prácticamente todas las naciones desarrolladas y emergentes aplicaron con mayor o menor inmediatez medidas monetarias y fiscales para contener la crisis originada por la COVID. Las mismas fueron heterogéneas de acuerdo a la intensidad de la pandemia y las condiciones fiscales y financieras de las naciones. En el caso de los países subdesarrollados, el alto nivel de endeudamiento que los caracteriza constituyó una fuerte limitación para ser más activos en cuanto a respuestas de política.

Gráfico No.4

Tasas de interés en países seleccionados

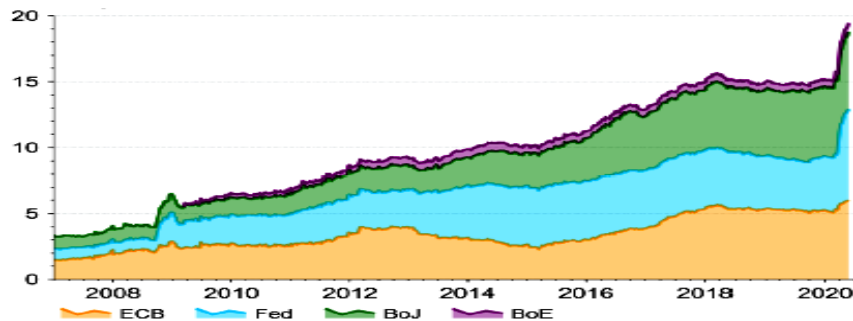


Fuente: BIS, 2020b. Página 22.

Gráfico No.5

Balances de bancos centrales: Total de activos.

(Millones de millones us\$)

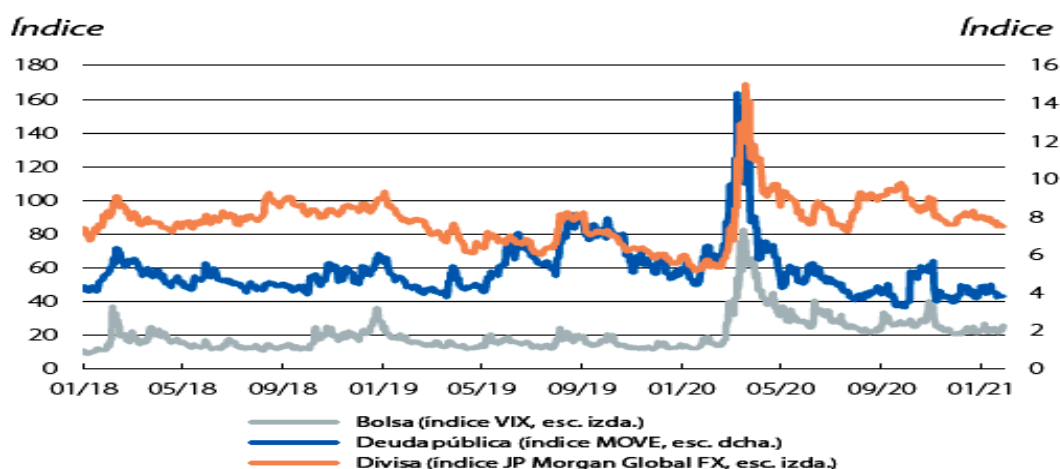


Fuente: Bankinter, 2020. Página 9.

Los mercados financieros internacionales sufrieron un duro golpe con la expansión de la COVID y en general, las condiciones financieras se endurecieron rápidamente a fines del primer trimestre del año y la volatilidad se disparó en todos los segmentos del mercado por el deterioro de la liquidez (Gráfico 6). (FMI, 2020) (Caixabank, 2021)

Gráfico No.6

Mercados financieros: Volatilidad implícita.



Fuente: Caixabank, 2021. Página 7

Tras las turbulencias de marzo, la calma se restableció paulatinamente gracias al “oxígeno” que inyectaron las políticas, ya más consolidadas, de los principales bancos centrales.³⁹ Terminando el primer semestre del año, continuaba el clima de relativa estabilidad en los mercados y prevalecía el optimismo de los inversionistas, cuyo apetito de riesgo crecía gracias al menor número de fallecidos como porcentaje de infectados con el virus, la esperanza de vacunas en procesos y el levantamiento de muchas de las medidas restrictivas y de distanciamiento social en las principales economías. (Caixabank, 2020 y 2021)

Esencialmente, tales condiciones perduraron a lo largo del segundo semestre. No obstante, la incertidumbre de cara al futuro no desapareció y por momentos la volatilidad rebrotó y cayeron los principales índices bursátiles ante la persistente presencia del virus en los países desarrollados, las dudas acerca de la recuperación económica de éstos por el reforzamiento de las medidas de confinamiento y adicionalmente, el nerviosismo asociado a las elecciones de los EEUU, consideradas por muchos analistas como unas de las más inciertas tanto por las circunstancias en las que tendrían lugar como por las particularidades de sus candidatos.

El apreciable y preocupante aumento de los contagios y muertes por COVID y la consecuente percepción negativa de los inversionistas sobre la recuperación de la economía mundial fueron mitigados por el apoyo renovado de las políticas

³⁹ Indudablemente, los programas especiales de compra de activos del BCE y la FED y las menores tasas de interés, generaron confianza en los inversionistas y condujeron a una mayor distensión de las condiciones financieras a partir de abril. (FMI, 2020)

económicas, y los anuncios y distribución de las vacunas. Ambos factores contuvieron la mayor escalada de aversión al riesgo y relajaron el escenario financiero en los últimos meses del año.⁴⁰ (Gráfico 6)

La publicación en noviembre de los resultados preliminares de tres candidatos vacunales contra la COVID-19 y el inicio de la vacunación a nivel mundial, la permanencia de niveles mínimos de tasas de interés, la firma del nuevo paquete de estímulo en los EEUU, la confirmación del plan de recuperación europeo (Next Generation EU) y las declaraciones de los presidentes de los más importantes bancos centrales reiterando su irrestricto apoyo a las economías por un tiempo prolongado, alentaron el apetito inversionista previendo mejores perspectivas económicas.

Concluyendo el año resultaba evidente que tanto en las naciones desarrolladas como en las más representativas dentro del grupo de las emergentes, se venía produciendo cierta desconexión entre el comportamiento del mercado financiero y el de la economía real (empleo, consumo, PIB); es decir un desfase entre el valor real de los activos de riesgo, como acciones y bonos corporativos, y su valor de mercado. El dinamismo de las bolsas y del mercado de bonos, estimulado por la abundante y muy barata liquidez que inyectaron los bancos centrales y por los auxilios fiscales, contrastaba con el incierto panorama económico a corto y medio plazo.

Analistas y organismos financieros como el FMI y el Banco Internacional de Pagos de Basilea(BIS) manifestaron su preocupación con relación a que las valoraciones de las cotizaciones no reflejaban realmente el deterioro de los fundamentos macroeconómicos ni el desempeño de las empresas, y que los mercados no estimaban objetivamente el cúmulo de riesgos prevalecientes en la economía mundial.

En resumen, los riesgos financieros lograron contenerse a corto plazo con una alta dosis de políticas que mantuvo la oferta crediticia y la liquidez para los agentes económicos y aplanó el impacto negativo de innumerables factores sanitarios, económicos y políticos que convergieron en el 2020. Sin embargo, las vulnerabilidades del sector empresarial no financiero cada vez más endeudado y del sector público con déficit fiscales en ascenso no disminuyeron y continuaban siendo un lastre de cara al 2021. Al mismo tiempo, las tasas de interés extremadamente bajas además de afectar la rentabilidad bancaria y frenar su capacidad crediticia a futuro, alimentaban la toma de riesgos y el

⁴⁰ También, el resultado de las elecciones presidenciales de noviembre en los EEUU fue bien recibido por el mercado que anticipó mayores estímulos fiscales para impulsar la recuperación económica en el país norteamericano con la nueva administración de Joe Biden y un clima más distendido en las relaciones internacionales.

ambiente especulativo en los mercados bursátiles, crediticios y monetarios al cierre del año.

Consideraciones finales.

En condiciones de desregulación, titularización e integración financiera, la dinámica de las transacciones que se efectúan entre bancos, empresas transnacionales, inversionistas institucionales y otros agentes públicos y privados, rebasa con creces la capacidad de gobiernos y organismos internacionales para aminorar la volatilidad cambiaria y la trayectoria errática de los flujos financieros que de ella se derivan. Es por ello, que la inestabilidad e incertidumbre se erigen como rasgos dominantes del actual panorama monetario y financiero internacional.

En los años noventa, las situaciones de extrema inestabilidad y crisis que tuvieron lugar en mercados emergentes de Asia, Europa y Latinoamérica, con altos costos económicos y sociales, constituyeron una prueba fehaciente del impacto de la liberalización financiera en economías que se abrieron al mercado sin la debida regulación y supervisión. En el actual siglo, el mundo industrializado también se vio expuesto a grandes riesgos cuando la crisis hipotecaria de EEUU se propagó mundialmente a través de conductos interbancarios y bursátiles perfectamente engrasados en virtud de la liberalización y titularización financiera, y no tardó en traspasar la esfera financiera golpeando duramente a la economía real a nivel planetario.

A más de 10 años del derrumbe del banco que selló el inicio de la última de las grandes crisis financieras a nivel mundial, la cartera de riesgos en los mercados financieros sigue abultada y sobre todo muy peligrosa para las perspectivas de crecimiento de la economía y la estabilidad financiera internacional. Numerosos riesgos políticos, económicos, sociales, climatológicos y también sanitarios permanecen activos en el mundo desarrollado y emergente sin que se vislumbre a corto plazo una salida favorable para los mismos. Adicionalmente, cuestiones relativas a las políticas monetarias y la financiación internacional continúan siendo objeto de preocupación y debate por su nociva incidencia en los mercados financieros.

Ante esa preocupante realidad y admitiendo, al mismo tiempo, que el proceso de globalización financiera es un fenómeno irreversible, sigue siendo una asignatura pendiente la reforma de lo que aún subsiste del sistema monetario de Bretton Woods en aras de lograr un clima de menor vulnerabilidad financiera. Pero, las propuestas de reestructuración que hasta el momento se han valorado o bien son incompatibles con la magnitud de los problemas o resultan difíciles de implementar tanto por razones operativas como por la falta

de voluntad de aquellos países que ostentan posiciones hegemónicas en la economía mundial.

Referencias bibliográficas:

- Banco Mundial (BM) (1996): "A World Bank Quarterly. Financial Flows and the Developing Countries". Febrero 1996. Washington DC. Disponible en <https://documents.worldbank.org/curated/en/563761468331462418/p> (Consulta 10/3/2020)
- Bank for International of Settlements (BIS) (1998): "68 Annual Report". Basel. Switzerland. Disponible en <https://www.bis.org/publ/ar98f01.htm> (Consulta 15/10/2020)
- _____ (2017): "Quarterly Review". December 2017. Basel. Switzerland. Disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1712_ontherecord.htm (Consulta 25/5/2020)
- _____ (2018): "Quarterly Review". September 2018. Basel. Switzerland, Disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809.htm. (Consulta 30/5/2020)
- _____ (2020a): "Quarterly Review". Marzo 2020. Basel. Switzerland, Disponible en https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2003.htm. (Consulta 2/1/2021)
- _____ (2020b): Annual Economic Report. Basilea, Suiza. Disponible en <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.pdf>. (Consulta 22 febrero 2021)
- Bankinter (2019): "Estrategia de Inversión. Primer trimestre 2020. Diciembre. Madrid. Disponible en https://docs.bankinter.com/.../estrategia_inversion.pdf. (Consulta 12/4/2020)
- _____ (2020): Gestión de activos. Informe mensual Junio. Madrid. Disponible en <https://www.bankinter.com/.../inversion/fondos-de-inversion/gestion-activos> (Consulta 28 noviembre 2020).
- Caixabank (2019): "Informe mensual". Octubre 2019. Barcelona, España. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/informe-mensual>. (Consulta 20/4/2020)

- _____ (2020a): “Informe mensual”. Abril 2020. Barcelona. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/publicaciones/informe-mensual>. (Consulta 20/7/2021)
- _____ (2020b): Informe mensual 451, diciembre. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/451/diciembre...> (Consulta 6 marzo 2021)
- _____ (2021): Informe mensual 453, febrero. Disponible en <https://www.caixabankresearch.com/es/informe-mensual/453/febrero-2021> (Consulta 11 marzo 2021)
- Calvo, G. (1998): “Capital Flows and Capital Market Crises: The Simple Economics of Sudden Stops”. *Journal of Applied Economics Vol. 1, No. 1*. Pp 35-54. Buenos Aires, Argentina.
- _____ (2005): “Crises in emerging market economies: a global perspective”. National Bureau Economic Research (NBER), *Working Paper 11305*. Cambridge, Massachusetts.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1975): “International Financial Statistics”. Washington DC. Disponible en <https://data.world/imf/international-financial-statis> (Consulta 20/3/2020)
- _____ (2007): “Financial Market Turbulence: Causes, Consequences, and Policies”. Global Financial Stability Report. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02> (Consulta 15/5/2020)
- _____ (2008): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../external/pubs/ft/GFSR/2008/02/pdf/>

(Consulta 15/3/2020)

- _____ (2009): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../external/pubs/ft/GFSR/2009/01/pdf/> (Consulta 20/3/2020)
- _____ (2010): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02>

(Consulta 30/3/2020)

- ____ (2012): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../Issues/2016/12/31/The-Quest-for-Lasting-Stability>(Consulta 16/6/2020)
- ____ (2014): “Global Financial Stability Report”. Abril. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2016/12/31/>

(Consulta 16/6/2020)

- ____ (2015): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../external/pubs/ft/GFSR/2015/01/pdf>. (Consulta 17/8/2020)
- ____ (2017): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../27/global-financial-stability-report-october-2017>. (Consulta 18/8/2020)
- ____ (2019): “Global Financial Stability Report”. Octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/en/publications/gfsr>. (Consulta 19/3/2020)
- ____ (2020): Global financial stability report octubre. Washington DC. Disponible en <https://www.imf.org/.../13/global-financial-stability-report-october-2020>. (Consulta 25/1/2021)
- García, M. (2002): “Liberalización financiera interna e integración financiera internacional: Fuentes de vulnerabilidad para América Latina en los noventa.” Tesis Doctoral, Universidad de Barcelona. España.
- ____ (2010): “El panorama monetario y financiero internacional: hechos estilizados e impacto en la economía mundial”. Capítulo del Libro “Globalización y problemas del desarrollo: Balance de una década”. Pp 33-60. Publicado por CEPAL en Febrero 2010. Santiago de Chile.
- ____ (2015): “De la quiebra del Lehman Brothers a la crisis de la deuda soberana en Europa: el quinquenio gris de los mercados financieros internacionales. En Revista Economía y Desarrollo, Vol. 154. No1. Enero-Junio 2015. Pp 45-59.
- Mishkin, F. (2001): “Financial Policies and the Prevention of Financial Crises in Emerging Market Countries”. National Bureau Economic Research (NBER). *Working Paper 8087*. Pp 93-154. Enero 2001. Cambridge, Massachusetts.

- Organización para la cooperación y desarrollo económico (OECD) (1990): “FinancialMarketsTrends”. Paris, Francia. Disponible en <https://www.oecd.org/finance/financial-markets/34572131>(Consulta 3/11/2020)
- ____ (1996): “International Capital Market Statistics”. París, Francia. Disponible en <https://www.imf.org/external/pubs/nft/icm/contents>. (Consulta 3/11/2005)
- ____ (1998): “Financial Statistics Monthly”. Paris, Francia. Disponible en <https://eskep.ekt.gr/eskep/journal/show/6446/OECD-financial-statistics>. (Consulta 3/11/ 2005)
- Organización de Naciones Unidas para el comercio y desarrollo (UNTACD) (1980): “Handbook of International Trade and DevelopmentStatisticsSupplement”. New York. United States.
- Reinhart, C. y Rogoff, K (2008): “This time is different; a panoramic view of eight centuries of financial crises”. March 2008, National Bureau Economic Research (NBER). *Working Paper 13882*. Cambridge, Massachusetts.
- Sachs, Tornell and Velasco (1996): “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”. *Brookings Papers on Economic Activity, 1:1996*. Pp 147

Declaración de intereses

La autora declara que no existe conflicto de intereses.