

Las causas de la tendencia a la crisis financiera global

(Un enfoque desde la Economía
Política y la Política Económica)

MsC. Carmen Quintela Fernández *

MsC. Jorge Arias Suárez **

El presente artículo descubre las causas de la tendencia a la crisis financiera y global en el mecanismo económico capitalista globalizado. Con un propósito metodológico, al analizar las causas de la crisis financiera el trabajo integra dos enfoques: la Economía Política y la Política Económica con énfasis en la distorsión de los precios relativos claves (tipo de cambio real y tasa de interés real) en la gestación de la crisis. Para finalizar compara la crisis financiera mexicana y la asiática en aras de destacar lo común tras lo singular de cada experiencia.

Introducción

ESTE ARTÍCULO defiende la hipótesis de que la crisis financiera es endógena al mecanismo económico capitalista globalizado y por tanto, existe la posibilidad —y con más rigor la necesidad— de que vuelva a repetirse.

Sobre esta hipótesis se traza el objetivo de explorar los procesos objetivos y subjetivos que cualifican el funcionamiento del mecanismo económico en su relación causal con la crisis financiera.

* Profesora auxiliar del Departamento de Macro-microeconomía de la Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

** Profesor asistente del Departamento de Desarrollo Económico de la Facultad de Economía, Universidad de La Habana.

Desde el punto de vista del método se intenta una disección metodológica del mecanismo económico en tres niveles: la base objetiva, la política económica y la especulación. Se sabe que en la realidad concreta superficial estos elementos se encuentran interrelacionados, imposibles de separar y se conjugan todos en dirección a la crisis financiera global. Más allá de las particularidades de cada experiencia, y en busca de lo general, la exposición prioriza el análisis lógico sobre el análisis histórico-descriptivo.

Para finalizar, de forma muy breve se comparan las experiencias mexicana y asiática para detectar tras la singularidad los aspectos comunes y diferentes. Esta comparación está sesgada hacia el comportamiento de dos precios relativos claves: tipo de cambio real y tasa de interés real.

La base objetiva

Es propio del capitalismo la separación del capital propiedad y del capital en funciones, y por tanto la bifurcación del capital en capital ficticio y capital real. Estas formas superficiales concretas del capital constituyen el par dialéctico de categorías clave para comprender la base objetiva de las crisis financieras.

Capital real es aquel capital industrial preñado de plusvalía que se encuentra siempre en una de sus tres formas funcionales, capital dinero, capital productivo y capital mercancía. Se asocia con la economía real, aquella que produce bienes y servicios, valores reales creados por el trabajo humano. Capital ficticio son los títulos de valores carentes de valor *per se* que se cotizan en el mercado financiero. Constituyen un reflejo muchas veces distorsionado del capital real. Sus formas básicas son los activos de renta fija (bonos) y los activos de renta variable (acciones).

En la conceptualización marxista el capital ficticio es caracterizado por los siguientes rasgos: constituye una exigencia sobre una parte de la plusvalía bajo la forma de ingreso monetario regular; esta exigencia es objeto de compra y venta como una mercancía especial; el precio de esta mercancía especial es la capitalización del ingreso aportado; el precio del capital ficticio se regula por la tasa de interés.

Surgido de la ley que rige el desarrollo del capital de préstamo, el capital ficticio mantiene con el capital real una relación intrínseca y excluyente. El capital ficticio y el capital real no son dos mundos *separados*, su interdependencia es total. La autonomía del capital ficticio será siempre una autonomía relativa, los capitales que se valorizan en el mercado financiero surgieron en el sector productivo en la economía real. La esfera financiera se alimenta de la riqueza creada en la esfera productiva por la fuerza de trabajo, no crea nada por ella misma.

Una analogía conocida ilustra esta relación. Al igual que no existe la sombra sin el objeto que la produce tampoco existe capital ficticio sin capital real. Mas, igual que la sombra puede agrandarse o empequeñecerse aunque el objeto que refleja sea el mismo, el capital

ficticio, y su expresión más fetichista el capital por acciones puede aumentar o disminuir aunque el capital real permanezca invariable.

Cuando el capital ficticio adquiere una dinámica propia alejada y divorciada de la economía real la correlación violada se impone en forma de crisis. Las crisis en la fase premonopolista eran esencialmente crisis de superproducción, la producción y el comercio exterior dominaban sobre la economía financiera. En la fase imperialista, y con un mayor desarrollo de los instrumentos financieros, las crisis comienzan como crisis bursátil y se transmiten a la economía real, así sucedió con la crisis del 1929-1933.

Actualmente, las tendencias objetivas de la globalización financiera impactan el funcionamiento del mecanismo económico capitalista, acentúan los desequilibrios y acercan la crisis financiera como expresión de la crisis estructural del capitalismo. A continuación se explicita una síntesis de estas tendencias:

- *La desintermediación en la actividad financiera de las grandes empresas transnacionales.* Se trata de la posibilidad de tener acceso directo a diferentes mercados financieros, de cambio, de futuro, de obligaciones, para satisfacer sus propias necesidades sin pasar por los bancos o al margen de las instituciones y redes financieras tradicionales.
- *La dimensión y ritmo de crecimiento de la colocación de fondos en nuevos activos financieros.* Emergieron los fondos de pensiones, que canalizan los ahorros de los futuros jubilados, los fondos comunes de inversión (*Mutual Funds*), las operaciones de cobertura (*Hedge Funds*), los productos financieros derivados, que al incluir operaciones con títulos públicos han globalizado las deudas estatales. Estos nuevos activos financieros son utilizados por instituciones que tienen como único objetivo valorizarse sobre la base de criterios básicamente financieros.
- *La internacionalización de los mercados financieros.* La liberalización financiera externa amplificó la internacionalización de los mercados, en especial del mercado de divisas y de capital. Los mercados emergentes, antes prácticamente inexistentes, reciben enormes flujos financieros, básicamente especulativos, y se integran a los mercados internacionales, la periferia se transforma en una zona de superganancias rápida, y en consecuencia aumenta su vulnerabilidad a shocks externos.
- *Las llamadas operaciones de arbitraje modifican constantemente la estructura de la cartera de activos.* Cualquier activo financiero es susceptible de ser objeto de operaciones para la obtención de beneficios en los diferentes mercados, ya se trate del mercado bursátil, de bonos, de divisas, este último derivado de las fluctuaciones de la paridad cambiaria ofrece magníficas oportunidades para la obtención de beneficios financieros. En opinión de un especialista:

...el inversionista arbitra sistemáticamente entre los diferentes compartimentos; el que se quiere cubrir o a la inversa especular, actúa de igual manera. (...) la óptica de los operadores es la de una búsqueda del montaje que procure la mejor relación costo-rendimiento. De entrada, el que invierte (o presta) busca por ejemplo el mejor rendimiento (costo), no solamente pasando sistemáticamente si es necesario de una divisa a otra, sino aún más, de un proceso de cobertura a otro (del *swap* a la opción en divisa; opción a futuro, etc.) y por tanto de un mercado a otro. En definitiva, estos mercados particulares (cambios, futuros, opciones, etc.) se han vuelto simples compartimentos de un mercado financiero "global", que se ha vuelto en sí mismo mundial.¹

- *La financierización como centro de la economía capitalista global expresa el desarrollo y preeminencia del capital ficticio sobre el capital real.* La especulación se erige en centro de la economía de mercado. Los sistemas empresariales y bancarios, cada vez más concentrados y centralizados, encontraron en la especulación una fórmula rápida para diversificar y compensar la menor rentabilidad relativa de sus actividades tradicionales. Se verifica que si bien no todo capital ficticio es histórica y lógicamente capital financiero, todo capital financiero, en el contexto de la globalización, es capital ficticio.

Estamos asistiendo a un auge sin precedentes de la especulación financiera en contraposición con el menor crecimiento de la economía real, su base material. La globalización financiera, como la tendencia más adecuada y representativa de la globalización, representa un mayor grado de fetichismo de las relaciones capitalistas de producción y del carácter parasitario del capitalismo.

En este contexto es necesario referirse al comportamiento de los mercados. Según predicen los postulados del mercado perfecto y eficiente en los marcos de la Teoría del Equilibrio General, los mercados financieros ajustan automáticamente. Los agentes económicos son maximizadores de la riqueza y al procesar toda la información disponible generan precios de equilibrio. Es cierto que la información incompleta y la incertidumbre acerca de la rentabilidad futura de los activos puede implicar transitoriamente precios erróneos, pero la acción especuladora de los agentes acelerará el retorno al equilibrio. Los especuladores errados, con respecto a la dirección del equilibrio, corrigen su estrategia o agotan sus recursos y salen del mercado. Por tanto, desde este punto de vista, la especulación financiera es una fuerza estabilizadora.

¹ F. Chesnais: "La globalización y el estado del capitalismo", en *Revista de Investigación económica*, No. 215, p. 259.

Consecuentemente, en presencia de agentes económicos racionales los precios de los activos acusarán poca volatilidad, las fluctuaciones muy elevadas serán atribuidas a factores exógenos que alteran los fundamentos y obligan a los operadores a reevaluar los precios de equilibrio de los activos. Estas conmociones exógenas, según los partidarios de la liberalización del mercado de capitales, son resultado de políticas económicas erradas, por ejemplo: políticas monetarias hiperexpansivas que engañan a los mercados el tiempo suficiente para generar burbujas financieras. El colapso financiero, la fuga de capitales, la crisis de balanza de pagos y sus efectos sobre la economía real, es entonces la manera de disciplinar a los países por sus errores de política normativa, así las políticas de ajuste del FMI están justificadas.

Sin embargo, los mercados financieros en las crisis recientes se comportaron de manera muy diferente a la asignada por la teoría tradicional. Ciertamente, parte de la razón subyace en las *imperfecciones del mercado financiero*, estas forman parte de un mecanismo objetivo que incluye el comportamiento de los agentes y operadores financieros que en él intervienen una vez definidas y establecidas las nuevas reglas del mercado financiero global.

Información asimétrica e incertidumbre:

La información en los mercados financieros no es exógena, como establece el supuesto clave del mercado eficiente. En rigor la información es asimétrica y esta afectada por la acción de los agentes que participan en el mercado. Los agentes económicos con afán de maximizar la riqueza tienen incentivos para retener información, incluso para propagar información falsa. Prestamistas y prestatarios, vendedores y compradores en los mercados de capital no tienen acceso a la misma información, se obstaculiza la convergencia de expectativas y el establecimiento de precios de activos alineados con los precios de equilibrio.

Existe un *trade off* entre diversificación e información, mientras más diversificado sea un inversionista menor serán sus incentivos para obtener información. A medida que aumenta el número de países donde invertir disminuye el beneficio marginal de obtener información cara.² Por esta razón prevalece un análisis bursátil y no de la economía real.

Pero como la información acerca del futuro es limitada, las decisiones deben ser tomadas con incertidumbre. Los operadores técnicos se concentran en interpretar la información disponible acerca de la cotización de los activos, el volumen transado y la composición del intercambio, intentan descubrir la tendencia y los posibles puntos de inflexión del mercado, con el objetivo de aproximar el rendimiento futuro de los activos.

Para este fin evalúan la información disponible en forma heterogénea y formulan hipótesis diferentes, la reevaluación de sus propias hipótesis dependerá

² Ver Griffith-Jones, S.: "La crisis del peso mexicano", en *Revista CEPAL*.

además de las reevaluaciones de otros corredores. Preverán lo que la opinión del promedio espera que sea la opinión del promedio.³ Su comportamiento dependerá de su razonamiento inductivo, la cotización de los activos entraña un fuerte componente de subjetividad que lo aleja de su valor real.

No se excluye que los operadores puedan llegar a tientas a un equilibrio de expectativas, pero tal tipo de equilibrio sería un caso especial que no estaría determinado por el verdadero valor real de los activos, de acuerdo con el comportamiento de los fundamentos, sino a una confluencia de juicios subjetivos sobre la reacción probable de los operadores a la información disponible. Tal tipo de equilibrio sería transitorio y fácilmente alterado colectivamente por el afán de lucro de los operadores.

La miopía para prever el desastre:

Analistas económicos reconocen que es difícil vislumbrar el desastre. Los operadores son juzgados sobre la base de sus resultados relativos, en relación con otros operadores, no en función de sus resultados absolutos. Esta observación puede parecer trivial pero tiene repercusiones trascendentales.

La competencia los obliga a protagonizar un comportamiento seguidor de tendencias. Mientras los prestamistas o inversionistas prudentes son desplazados del mercado estos son reemplazados por otros dispuestos a aceptar lo que consideran un peligro poco probable. Realmente, si un operador se equivoca pierde una oportunidad aprovechada por otros, y su institución es castigada por el mercado, pero si se equivocan todos el error no es considerado tan grave y es menos probable que el mercado castigue a su institución.

En tanto se mantengan con el rebaño nada malo les ocurrirá, aun cuando los inversores pierdan dinero, pero si intentan resistirse a la tendencia y sus resultados relativos se resienten, aunque sea temporalmente, pueden perder su empleo y gratificaciones salariales.

Sobreajuste y desequilibrio:

Este punto necesita de dos precisiones, la primera, efectivamente el mercado financiero ajusta automáticamente resultado que está en línea con los supuestos neoclásicos; la segunda, en presencia de desequilibrios en otros mercados los precios que igualan oferta y demanda en un mercado financiero no son precios de equilibrio, y esta falla del mercado no está contemplada en la teoría tradicional.

La razón de esta imperfección está relacionada con la sensibilidad de los precios claves a la presencia de fuertes desequilibrios en otros mercados. Por ejemplo, en un mercado financiero liberalizado la identificación de una tasa de interés libre con la de equilibrio solo sería válida si los demás mercados —activos, divisas, laboral

³ J. Keynes: *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*.

y bienes— están en equilibrio.⁴ Ocurre que una tasa de interés libre tiende a absorber los desequilibrios de otros mercados: del mercado de divisas con la sobrevaluación de la moneda, del mercado de activos con la burbuja de precios, del mercado de trabajo con el desempleo, del mercado de bienes con la inflación.

Por tanto, el sobreajuste del mercado financiero: altas tasas de interés y fuertes alzas del precio de los activos, en comparación con los valores tendenciales del crecimiento económico real, tiene lugar distorsionadamente, por su velocidad de ajuste más rápida, a través de la elevación de su precio. Este tipo de resultado genera vulnerabilidad financiera. Similarmente, cuando la magnitud de los desequilibrios acumulados cambia cualitativa y radicalmente las expectativas, por el cumplimiento de la Paridad de Intereses, el mercado financiero nuevamente ajusta distorsionadamente, derrumba la Bolsa de Valores y eleva las tasas de interés. La entrada masiva de capitales se transforma en fuga precipitada.

En síntesis, las tendencias objetivas de la globalización financiera en interacción con las imperfecciones del mercado de capital determinan que el reestablecimiento de las proporciones perdidas adquiera el carácter de crisis financiera global.

La política económica

Una nueva racionalidad subjetiva se apodera del mecanismo de funcionamiento del sistema capitalista, esta debe gobernar y facilitar en las nuevas condiciones la valorización del capital. Como antes en la historia, el liberalismo económico hoy renovado fundamenta la política económica de la nueva racionalidad objetiva del mercado. Se extiende un nuevo paradigma de reforma económica que apoyado en una macroversión del postulado microeconómico del mercado eficiente preconiza tres tesis de política: desregular, liberalizar, privatizar. No es casual, no es una simple elección de política económica, es la respuesta orgánica, coherente y necesaria de los centros de poder a la racionalidad objetiva de la globalización. La influencia de la política económica en la regulación monopolista estatal ahora neoliberal es cada vez mayor, constituye dentro del mecanismo económico la expresión de la tendencia del factor subjetivo en el proceso de regulación económica.

El diseño de política económica neoliberal, en el contexto de la globalización, refuerza las imperfecciones del mercado de capital y contribuye a las crisis financieras. No es propósito de este apartado estudiar esta política, en todas sus dimensiones y matices. Lo que interesa para el objetivo trazado es estudiar este diseño y aplicación solo en la medida que impacta el funcionamiento del mecanismo económico en su relación causal con la crisis financiera. En consecuencia nos concentramos exclusivamente en la política de liberalización financiera, su justificación

⁴ Ver R. Zahler: Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur”, en *Revista CIEPLAN*.

descansa en la expectativa que los influjos de financiamiento externo complementarían el ahorro interno, incrementarían la inversión, y forzarían las tasas de interés domésticas a converger con las internacionales.

Las principales medidas de la liberalización fueron: la liberalización de las tasas de interés —tendiente a incrementar el ahorro y la profundización financiera para mejorar la eficiencia en el uso de los fondos prestables— el dismantelamiento de los mecanismos de control cuantitativo y selectivo del crédito —con el propósito de dar más libertad a las instituciones para asignar el crédito sobre la base de consideraciones de mercado y competencia— la reducción del encaje legal para reducir los márgenes entre las tasas de interés de colocación y captación, y reducir los costos de la intermediación financiera— la reducción de las barreras a la entrada de nuevas instituciones financieras e implícitamente la relajación de la regulación, supervisión y control del sistema financiero, particularmente en lo relativo a la evaluación del riesgo de la cartera de créditos.⁵

A continuación se explicitan los principales resultados de la liberalización en términos de su repercusión sobre el mercado de activos y el mercado de crédito. La combinación del significativo y rápido influjo de financiamiento externo y la política cambiaria permitió el incremento fuera de toda proporción del precio de los activos generando una burbuja especulativa que incrementó la percepción de la riqueza, el gasto y la demanda de crédito.

¿Qué es una burbuja especulativa?

Una situación en la que el precio de las acciones entre dos períodos (ajustados por dividendos) crece con mayor rapidez que la tasa de interés real y continúa creciendo durante varios períodos sucesivos. Este crecimiento persistente y sistemático, más allá de lo que pueden explicar las fuerzas económicas reales, es síntoma de formación de una burbuja especulativa, la existencia de tal burbuja se puede corroborar si después de ella se presenta un colapso financiero.⁶

En estas condiciones los agentes económicos trasladan su riqueza al mercado accionario porque aquí es menor el costo de oportunidad, máxime cuando persisten expectativas de nuevas alzas en el precio de mercado de ese activo. Los mercados accionarios acumulaban una importante capitalización, una exuberancia irracional se apoderaba del mercado.

Mientras todo funciona bien el valor de mercado de los activos, la demanda de crédito y las tasas de interés, crecían al unísono, estableciendo una distancia cada vez mayor entre el valor creciente e inflado de los activos y la magnitud del endeudamiento con respecto al crecimiento más modesto del sector real de la economía.

⁵ Ver R. Zahler: *Ob. cit.*

⁶ Ver J. Ramos: *Política económica Neoliberal en países del Cono Sur de América Latina, 1974-1983.*

Si la teoría económica postula la existencia de una relación inversa entre la cotización de los activos y la tasa de interés real,⁷ cómo explicar aumentos tan extraordinarios en el precio de los activos precisamente en un período caracterizado por tasas de interés tan altas.

Varios factores permiten explicar, a pesar de la creciente integración financiera con el exterior, la no convergencia de las tasas de interés domésticas con las internacionales y el elevadísimo nivel de las tasas de interés domésticas, tanto en términos nominales como reales.

En primer lugar los activos financieros domésticos e internacionales no son sustitutos perfectos con lo cual no cabe esperar rapidez e igualdad en la convergencia de sus retornos, máxime cuando la rápida liberalización de un mercado previamente caracterizado por represión financiera y un exceso de demanda se traduce inevitablemente en una brecha entre ambas tasas de interés, proceso reforzado por las imperfecciones propias de estos mercados.

En segundo lugar las políticas de estabilización en su intento de reducir la inflación elevaron las tasas de interés. Desacelerar la demanda agregada nominal a través de la restricción de la política monetaria y la política fiscal en condiciones de rigidez de precios a la baja reduce los saldos reales y consecuentemente eleva la tasa de interés real.

En tercer lugar por su rápida velocidad de ajuste la tasa de interés libre absorbió los desequilibrios de otros mercados, básicamente del mercado de activos con su burbuja de precios y del mercado de divisas con la sobrevaluación de la moneda. El mecanismo de transmisión de estos desequilibrios hacia la tasa de interés fue la excesiva demanda de crédito. Igualmente las expectativas de crecimiento económico y la convicción de que la alta tasa de interés real vigente caería a un nivel de equilibrio razonable contribuían a reforzar la demanda de crédito.

La burbuja especulativa incentivó el efecto riqueza, los agentes económicos se sentían más ricos de lo que realmente eran. Sus objetivos de acumulación de activos financieros se alcanzaban sin abstenerse del consumo, solicitaban créditos para comprar bienes de consumo durables a la par que reducían su ahorro interno. Por otra parte, la burbuja especulativa al sobredimensionar el valor percibido de las garantías por parte del sistema financiero incentivó una excesiva y por demás riesgosa oferta de créditos dejando desprotegidos a los intermediarios financieros, estos prestaron sobre la base

⁷ El grado de incertidumbre con respecto al futuro de los activos financieros se mide por la tasa de interés. La rentabilidad futura de los activos financieros requiere ser sometida al descuento racional que los incorpora al presente, en otras palabras, las altas tasas de interés descuentan corrientes futuras de ingreso aun mayores, por tanto el valor presente de las futuras ganancias por la compra de activos financieros se reduce. Sobre esta base las hipótesis tradicionales han establecido una relación inversa entre el comportamiento de las tasas de interés y el precio de los activos, este enfoque fue desafiado a partir de las primeras experiencias neoliberales en el Cono Sur.

de valores inflados de los activos valores que no podrían sostenerse cuando cesara el influjo de financiamiento externo.

Con una moneda sobrevalorada el costo del crédito externo se abarata artificialmente, el deudor nacional con acceso a este mercado mayorista pagaba tasas de interés reales negativas al exterior. Al menos por un tiempo el flujo de capital externo a tasas negativas permitía a estos deudores pagar tasas de interés domésticas altas por otros créditos contratados en el país. Al propio tiempo los grandes bancos e instituciones financieras especularon con el endeudamiento, contrataban créditos en el exterior a las tasas de interés internacionales y otorgaban crédito en el mercado interno a las tasas de interés domésticas superiores a las internacionales, obteniendo grandes ganancias por el arbitraje de tasas de interés. Más adelante, otra consecuencia importante de la sobrevaluación de la moneda es que las expectativas de devaluación presionan al alza de la tasa de interés doméstica. Téngase en cuenta que los inversores extranjeros necesitan ser compensados por la devaluación esperada y el riesgo país, y no invertirán capital hasta tanto las tasas de interés reales compensen estos riesgos.

Como estos mercados estaban transfiriendo sus desequilibrios para su resolución al mercado de crédito, el monto de crédito externo requerido para la convergencia de las tasas de interés era enorme y excedía el financiamiento que la banca externa estaba dispuesta a ofrecer, en estas condiciones la tasa de interés estaba muy por encima de la requerida de estar los otros mercados en equilibrio.

Llegado un punto el propio sobreendeudamiento interno presionaba a elevar aún más la demanda de crédito y la tasa de interés. A determinados niveles de endeudamiento la demanda de crédito se eleva para evitar o posponer pérdidas de capital. El impacto de este factor era más significativo en la medida que se estuviera utilizando créditos a corto plazo y que el sistema financiero desregulado relajara la evaluación del riesgo de la cartera de crédito.

Estos factores en su interrelación contribuyeron significativamente a tornar inelástica la demanda de crédito a la tasa de interés. La teoría económica fue efectivamente desafiada, la realidad simultaneó una burbuja de activos con tasas de interés altas y ambos precios en desequilibrio se autoreforzaban al alza.

Sin embargo, una situación de esta naturaleza solo podía mantenerse si se alimentaba cada vez más de créditos externos, atraídos por el significativo atraso cambiario y el diferencial de tasas de interés, y por tanto de la expectativa de crecimiento económico, pero ninguno de estos factores podía mantenerse a largo plazo.

Dos de los precios relativos claves de la economía, el tipo de cambio real y la tasa de interés real, estaban distorsionados. El desalineamiento del tipo de cambio real constituye un factor clave que explica la no sostenibilidad de esta estrategia en el largo plazo, la apreciación financiera como expresión de desequilibrio convertía a la producción de transables en cada vez menos competitiva y de conjunto con la liberalización de las importaciones, priorizaba la importación sobre la exportación,

crecía exponencialmente el desequilibrio externo y no se creaba capacidad de pago de este endeudamiento en el sector transable de la economía. Por su parte la elevada tasa de interés real y el diferencial de tasas de interés (interna menos externa) propiciaba operaciones de arbitraje y sesgaba la inversión hacia la especulación.

En efecto, la liberalización financiera modificó los precios relativos a favor de la importación y en contra de la exportación, a favor del consumo y en contra de la producción, a favor de la especulación y en contra de la inversión productiva, a favor del ahorro externo y en contra del ahorro interno, provocando una asignación de recursos en la dirección contraria a la requerida para un proceso de crecimiento sostenido, en consecuencia erosionó los fundamentos de la economía real.

La especulación

Utilizamos el término especulación en el sentido de prever la psicología del mercado. Los especuladores son apostadores, pueden ganar o perder millones en dependencia de si su apuesta es confirmada por el mercado.

... Los especuladores pueden no hacer daño cuando solo son burbujas en una corriente firme de espíritu de empresa, pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en una burbuja dentro de la vorágine de la especulación. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en un subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquel se realice mal...⁸

Por su relación con el detonante de la crisis financiera centramos la atención en la especulación cambiaria.

Especular en el mercado cambiario significa apostar a la devaluación con anticipación. Si el especulador tras analizar información cara y no disponible para el resto de los operadores, acerca de la sostenibilidad de los desequilibrios macroeconómicos de un país, llega a la conclusión de que la moneda será devaluada compra contratos a término apostando a que el valor de esa moneda sería inferior en un período futuro. Estos contratos a futuro dan el derecho al comprador a vender o comprar bienes, acciones o monedas de un país en un período futuro a un precio especificado en el contrato. Tal tipo de acción les permite ganar una fortuna vendiendo a futuro la moneda que después comprarían fuertemente depreciada. Un buen ejemplo ilustrativo contado por el propio autor puede ser:

...a comienzos de 1997 en Soros Fund teníamos claro que la discrepancia entre la cuenta comercial y la cuenta de capital se hacía insostenible. Vendimos el baht tailandés y el ringgit malasio a comienzos de 1997 con vencimientos que oscilaban entre seis meses y un año. Posteriormente, el primer ministro

⁸ J. Keynes: *Ob. cit.*, p. 157.

de Malasia, Mahathir, me acusó de causar la crisis. La acusación era totalmente infundada. Nosotros no fuimos vendedores de la moneda durante la crisis ni varios meses antes de ella; por el contrario, fuimos compradores cuando las monedas comenzaron a caer; comprábamos ringgit para realizar los beneficios de nuestra anterior especulación (demasiado pronto, como más tarde se vio).⁹

La presión que ejercen estos contratos a término "halando" hacia abajo la cotización de la moneda junto a la compra de dólares en el mercado de divisas provocan una agresión especulativa que da al traste con el tipo de cambio predeterminado. Las profecías son autocumplidas, sobreviene la devaluación de la moneda.

Los agentes económicos racionales se apresuraron a desprenderse de los activos financieros denominados en moneda doméstica y con esos recursos comprar dólares. El exceso de oferta de activos desploma los precios inflados y estalla la burbuja financiera. Se impone una corrección en el mercado accionario que contribuye a reestablecer parte de las proporciones perdidas, en especial entre capital real y capital ficticio. Gracias a los sistemas modernos computarizados y su funcionamiento en tiempo real, la crisis financiera se transmitió a todas las bolsas de valores.

No es válido que la especulación y sus agentes, los especuladores, causen la crisis financiera. La especulación aprovecha puntos débiles y aporta el detonante de la crisis financiera.

Nuestra visión destaca que las crisis financieras son inevitables, derivadas de la forma de funcionamiento del sistema financiero internacional. Situados en esta perspectiva coincidimos con Krugman: "... sin dudas la crisis asiática llevará a mejores regulaciones bancarias nacionales; los países no repetirán los errores asiáticos. Pero habrá otra ola de crisis. Quizás este sea justo el precio de tener un mercado global..."¹⁰

La crisis mexicana y la crisis asiática

Algunos analistas han presentado el desequilibrio financiero en Asia como un fenómeno de nuevo tipo, estamos convencidos de que existe una gran similitud entre la experiencia de liberalización financiera latinoamericana, en especial la crisis del peso mexicano de 1994 y la reciente crisis financiera asiática.

Con el beneficio de la retrospectiva este apartado intenta una breve comparación de ambas crisis con el propósito de destacar aspectos comunes y diferentes, y aprender las lecciones que se desprenden de estas experiencias.

⁹ G. Soros: *La crisis del capitalismo Global*, p. 168.

¹⁰ Paul Krugman: *Financial Times*, citado literalmente por Jovane, 1999.

Características comunes:

- Apreciación del tipo de cambio real como expresión de desequilibrio.

Dos causas inmediatas dan cuenta de esta apreciación real. El impacto de la afluencia de capital de corto plazo y un tipo de cambio predeterminado.¹¹

Ocurre que una política de tipo de cambio fijo o predeterminado, con respecto al dólar de Estados Unidos, con el objetivo de reducir la inflación de conjunto con la excesiva afluencia de capital de corto plazo, no suficientemente esterilizados en el mercado monetario, provoca apreciación financiera y no apreciación estructural.

Se trata de una apreciación no suficientemente respaldada por la economía real, en otras palabras, de un desequilibrio entre el tipo de cambio real de corto plazo, determinado por variables monetarias y reales, y el tipo de cambio real de equilibrio, determinado por variables estructurales. Téngase en cuenta que la sobrevaloración del TCR puede minar la competitividad de las empresas exportadoras, y al mismo tiempo abaratar las mercancías foráneas en los mercados domésticos, con sus efectos sobre la cuenta corriente, y por tanto sobre la economía real. Arturo Huerta, analista de la izquierda mexicana había expresado, con anterioridad a la crisis:

La sobrevaloración del cambio no es un signo de solidez de la economía mexicana, ya que provoca un déficit de comercio exterior financiado con factores exteriores a la economía (como la entrada de capitales). En consecuencia, esta paridad y la reducción de la inflación que ella provoca no se apoyan en bases reales como la producción y el aumento de la productividad... Mientras las reservas internacionales permanezcan en un nivel elevado, suficiente para financiar la brecha exterior, la paridad será mantenida. La persistencia de esta paridad y los problemas de productividad y competitividad de la producción nacional van a acentuar el déficit de comercio exterior, ampliando el déficit

¹¹ A partir de noviembre de 1991 México estableció un régimen de banda de flotación del tipo de cambio, cuyo punto máximo de intervención se depreciaba diariamente en un monto preanunciado y decreciente con respecto al diferencial de inflación. Por su parte, la mayoría de los países asiáticos tenían sus monedas ancladas al dólar de los Estados Unidos. Aunque en rigor no todos los regímenes cambiarios eran idénticos. Malasia, Singapur y Tailandia fijaban la cotización de la moneda en función de una canasta de divisas con predominio del dólar de Estados Unidos, la República de Corea e Indonesia la fijaban en relación con este dólar, al igual que Hong Kong, en donde funciona una caja de conversión, Taiwan y las Filipinas en teoría aplicaban un régimen de flotación cambiaria, en la práctica perseguían un objetivo de estabilidad con respecto al dólar de Estados Unidos. Pero, la divisa norteamericana inicia un proceso de fuerte apreciación a partir de 1995, que alcanzó su tope máximo en 1997, este último factor contribuyó aún más a la apreciación real y sus consecuencias negativas.

de cuenta corriente y las presiones sobre las reservas, lo que cuestionará el mantenimiento de la paridad.¹²

- Déficit de la Cuenta Corriente financiado con capital de corto plazo.
Contrario a la teoría ortodoxa, que responsabiliza al sector público con el desequilibrio externo, el déficit de la cuenta corriente en la crisis mexicana y asiática es responsabilidad del sector privado. “Los desequilibrios externos asiáticos no fueron causados por déficits públicos ni implicaron pérdidas en las reservas internacionales. Tampoco se debieron a un incremento exógeno del gasto privado. Por el contrario, se trató de un aumento del gasto privado financiado por la entrada de capitales”.¹³ El deterioro de la cuenta corriente emanó, casi en su totalidad, del auge del consumo y la inversión privada con respecto al ahorro privado.
La crisis demostró que la ideología neoliberal, y su confianza en el sector privado, como agente intrínsecamente estable y eficiente, jugó una mala pasada a la racionalidad económica. La magnitud del déficit fue desatendida y no adoptaron cambios de política para detener su crecimiento.
Moraleja, lo que importa no es si el déficit se origina en el sector privado o en el sector público, sino esencialmente si la economía real específicamente el sector transable está generando capacidad de pago en divisas de este déficit.
- Altas tasas de interés exceso de crédito y bancos vulnerables.
La liberalización financiera incentiva un aumento excesivo de los pasivos bancarios, sin incrementos simultáneos en las provisiones de los bancos para cubrir el riesgo correspondiente. El sistema bancario se convertía crecientemente en deudor neto en moneda extranjera.
Las elevadas tasas de interés, sustancialmente mayores que las vigentes en los mercados internacionales, y el atraso cambiario permitió a las instituciones financieras domésticas especular con el endeudamiento. Al tipo de cambio fijo o casi fijo, el costo del capital en dólares sería menor que en moneda nacional, los bancos tomaban deuda externa, convertían los dólares en moneda doméstica y los prestaban en el mercado local a la tasa de interés real vigente. El arbitraje de tasas de interés funcionaba bien, la banca asistió a una expansión del crédito externo, parte del cual sirvió para financiar créditos a plazos mayores otorgados por la banca local, no siempre canalizados eficientemente.
Todo marchaba bien hasta que la caída de la cotización de las acciones desvaloriza los activos financieros de las empresas, la devaluación y las más altas tasas de interés encarecen el servicio de la deuda interna y externa,

¹² Citado por H. Guillén Romo: “Los mercados financieros y el derrumbe del neoliberalismo mexicano”, en *Revista de Investigación Económica*, p. 283.

¹³ R. Fjrench-Davis: “The policy implication of the Tequila effect”, en *Challenge*, p. 8.

se genera una situación de insolvencia, la quiebra de las empresas y los bancos no se hace esperar, la corrida bancaria retroalimenta la crisis.

Era evidente, en ambas experiencias, que el marco institucional mostraba deficiencias en el sistema bancario. Se carecía de un sistema de supervisión y regulación a la altura de estos tiempos de globalización financiera.

– Burbuja Financiera y crisis

Se constata para ambas experiencias la existencia de una burbuja financiera alimentada y subordinada a la entrada de capitales. La fuerte revalorización de los activos excedió cualquier pronóstico razonable de crecimiento, y reflejó un clima de fiebre especulativa.

El rezago de la economía real con respecto a la economía financiera, las expectativas de devaluación y por tanto de riesgo cambiario, y la caída de las reservas, acumulan cambios cuantitativos que llegado un nivel cambian cualitativa y radicalmente las condiciones de confianza de los inversores extranjeros, se revierte el sentido de los flujos de capital, se derrumba la bolsa de valores y sobreviene la crisis.

Diferencias:

– Los errores de política monetaria

Un indicador de vulnerabilidad financiera, la razón stock de dinero sobre stock de reservas, permite diferenciar la crisis mexicana de la crisis asiática. Este indicador mide la cantidad potencial de liquidez monetaria que los agentes pueden convertir en moneda extranjera.

En México el comportamiento de este indicador muestra fehacientemente que los errores de política monetaria profundizan la vulnerabilidad de las reservas. En diciembre de 1994 la política monetaria fue inconsistente con el régimen de tipo de cambio, el Banco Central tendió a esterilizar los efectos de la reducción de reservas, como consecuencia de ataques especulativos. Con otras palabras, expandió el crédito interno para resistir una subida de la tasa de interés y renunció a un ajuste del tipo de cambio nominal, a pesar del desalineamiento del tipo de cambio real (TCR), del déficit de la cuenta corriente y de la caída en las reservas. Mientras la crisis asiática comienza aun a pesar de importantes reservas de divisas, aunque estas a la larga resultaron insuficientes.

– La dolarización de la deuda pública

En México el gobierno estimuló que los no residentes se volcaran de los pagarés del tesoro denominado en pesos mexicanos Cetes a los llamados Tesobonos nominados en pesos pero indexados al dólar. Así la composición de la deuda del gobierno en manos extranjeras se modificó radicalmente.

A mediados de 1994 varias características de los Tesobonos eran preocupantes, su gran magnitud, su tenencia por extranjeros (fondos mutuos estadounidenses),

su indexación al dólar, y su vencimiento a corto plazo. Un factor muy peligroso y decisivo en el desencadenamiento de la crisis y el pánico financiero fue la combinación de reservas de divisas decrecientes y deuda del gobierno a corto plazo denominada en dólares. En la literatura revisada no encontramos evidencias de una característica similar en la crisis asiática.

Conclusiones

La separación entre capital real y capital ficticio constituye la base objetiva de la crisis financiera, la política económica neoliberal refuerza la tendencia a la crisis y la especulación cambiaria aporta el detonante. La acción conjunta de estos tres niveles inclina el sistema a la crisis financiera global. La crisis financiera es endógena al mecanismo económico globalizado.

La liberalización financiera distorsiona el tipo de cambio real, la tasa de interés real y el precio de los activos. Entrega señales a favor de la importación y en contra de la exportación, a favor del ahorro externo y en contra del ahorro interno, a favor del consumo y en contra de la producción, a favor de la inversión especulativa y en contra de la inversión productiva. En definitiva, al provocar una asignación de recursos en la dirección contraria a la requerida para el crecimiento sostenido fragiliza los fundamentos de la economía real, retarda la tasa de crecimiento del PIB real y alienta el déficit de la cuenta corriente, a la par que desarrolla la hipertrofia financiera.

La globalización financiera neoliberal restringe los grados de libertad para diseñar políticas que incentiven déficits de cuenta corriente, financiados con capital de corto plazo, y una política de anclar el tipo de cambio nominal al dólar, sin correspondencia en la economía real. En estas condiciones los países quedan expuestos a ser víctimas de un ataque especulativo, así ocurrió en México y en el Sudeste asiático.

Bibliografía

- Carrada-Bravo, Francisco: "La crisis en Asia y la política cambiaria", en *Revista Comercio Exterior de México*. Febrero, 1999.
- CEPAL: *Impacto de la crisis asiática en América Latina*. Documento, 1998.
- Chesnais, Francois: "La globalización y el estado del capitalismo", en *Revista de Investigación Económica*. No. 215, UNAM, 1996.
- Díaz, Santiago: "Sismo financiero en el Lejano Oriente", en *Revista del Banco Central de Cuba*. No. 1, abril-junio, 1998.
- Felix, David: "La globalización del capital financiero", en *Revista CEPAL*. Número extraordinario, 1998.
- Ffrench-Davis, Ricardo: "The policy implications of The Tequila effect", en *Challenge*. Vol.41, No. 2, 1998.
- Griffith-Jones, Stephany: "La crisis del peso mexicano", en *Revista CEPAL* 60. 1996.
- Guillen, Hector: "Los mercados financieros y el derrumbe del neoliberalismo mexicano", en *Revista de Investigación Económica*. No. 215, UNAM, 1996.
- Huerta, Arturo: "Recesión, vulnerabilidad y alternativas", en *Revista Investigación Económica*. No. 215, UNAM, 1996.
- Jovane, Juan: "El origen del dragón: interpretaciones alternativas sobre el inicio de la Crisis Asiática", en *Revista Economía y Desarrollo*. No. 1, 1999.
- Keynes, John: *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*. Fondo de Cultura Económico, 1963.
- Martínez, Osvaldo: "El efecto dragón", en *Revista Cuba Socialista*. No. 10, 1998.
- Marx, Carlos: *El Capital*. Tomo III.
- Ramos, Joseph: *Política económica neoliberal en países del Cono Sur de América Latina, 1974-1983*. Fondo de Cultura Económica, 1988.
- Sachs, Tornel Y Velasco: "The collapse of the mexican peso: how much we learned?", en *Working Paper*. No. 5142, National Bureau of Economic Research, 1995.
- Soros, George: *La Crisis del Capitalismo Global*. Editorial Debate, Madrid, 1999.
- Zahler, Roberto: "Estrategias financieras latinoamericanas: la experiencia del Cono Sur", en *Revista CIEPLAN*. Número especial, 1988.