

ECONOMÍA DE NUESTRO TIEMPO (VIII)

Finanzas internacionales y crisis financieras

La rápida y extensa propagación de la crisis financiera que emergió en julio de 1997 en el sureste asiático constituye el último y más virulento recordatorio de la fragilidad en que se encuentra inmersa la economía mundial, como consecuencia de un sistema de relaciones financieras internacionales huérfano de cualquier tipo de disciplina y protección. La extensa liberalización de los movimientos de capital, y el no menos explícito desarrollo de la electrónica y la tecnología de las comunicaciones, ha configurado un espacio financiero internacional cada vez más próximo a una densa red global en el seno de la cual se subasta el ahorro mundial. Los reguladores de ese proceso de asignación del capital son unos mercados exentos de restricciones significativas sobre su funcionamiento a los que concurren un número creciente de agentes de todo el mundo para satisfacer sus necesidades de inversión y financiación. Mercados con un volumen de transacciones que desafía cualquier referencia de contraste, ya sean los intercambios de bienes y servicios o



Emilio Ontiveros Baeza es desde 1985 catedrático de Economía de Empresa en la Universidad Autónoma de Madrid, de la que ha sido vicerrector. Fundador y consejero delegado de Analistas Financieros Internacionales, S. A., es presidente de Tecnología, Información y Finanzas Aplicadas, S. A. Dirige la revista «Economistas» y el Anuario de Economía y Finanzas de *El País*, desde su creación.

* BAJO la rúbrica de «Ensayo», el Boletín Informativo de la Fundación Juan March publica cada mes la colaboración original y exclusiva de un especialista sobre un aspecto de un tema general. Anteriormente fueron objeto de estos ensayos temas relativos a Ciencia,



la capacidad defensiva de los gobiernos y las instituciones supranacionales cuando la evolución de sus precios o cotizaciones evoluciona de forma adversa.

No es un proceso nuevo, aunque es cierto que su intensificación durante la presente década, al socaire de la participación en el mismo de un número creciente de países con desigual grado de desarrollo, es lo que ha hecho más evidente la asimetría entre esa dinámica de globalización financiera y la débil capacidad de control de la misma y de coordinación entre las distintas autoridades económicas nacionales y supranacionales ante episodios como la referida crisis asiática. Desde que en 1973 quedara formalizada la ruptura del sistema monetario internacional nacido en la Conferencia de Bretton Woods, dando lugar al «no sistema» actual, las relaciones financieras internacionales se han ido supeditando progresivamente a unos mercados financieros que, si es cierto han ampliado las posibilidades de utilización eficiente del capital, no lo han hecho en la magnitud suficiente como para evitar esas excesivamente frecuentes perturbaciones, de efectos devastadores en muchos casos, en particular en los países en desarrollo.⁽¹⁾

De la revisión de las crisis más importantes de este último cuarto de siglo de vigencia del «no sistema» monetario internacional, las tres más significativas tuvieron a países en desarrollo, ahora considerados como «mercados emergentes», como los principales protagonistas: la desencadenada en 1982 tras la incapacidad de los principales países de América Latina para atender su deuda externa, la nacida en México, en 1994, más conocida por ese «efecto tequila» con que se denominó su propagación a los demás, y ésta más reciente, iniciada en el sureste de Asia en el verano de 1997, cuya metásta-

→

Lenguaje, Arte, Historia, Prensa, Biología, Psicología, Energía, Europa, Literatura, Cultura en las Autonomías, Ciencia moderna: pioneros españoles, Teatro español contemporáneo, La música en España, hoy, La lengua española, hoy, Cambios políticos y sociales en Europa, y La filosofía, hoy. 'Economía de nuestro tiempo' es el tema de la serie que se ofrece actualmente. En números anteriores se han publicado ensayos sobre *Empleo y paro: problemas y perspectivas*, por José Antonio Martínez Serrano, catedrático de Economía Aplicada en la Universidad de Valencia (diciembre 1999); *Crecimiento económico y economía internacional*, por Cándido Muñoz Cid, catedrático de Economía de la Universidad Complutense de Madrid (enero 2000); *Liberalización y defensa del mercado*, por Miguel Ángel Fernández Ordóñez, ex presidente del Tribunal de Defensa de la Competencia (febrero 2000); *Economía de la población y del capital humano*, por Manuel Martín Rodríguez, catedrático de Economía Aplicada en la Universidad de Granada (marzo 2000); *El subdesarrollo económico: rostros cambiantes*, por Enrique Viaña Remis, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Castilla-La Mancha (abril 2000); *Economía, recursos naturales y medio ambiente*, por Juan A. Vázquez García, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Oviedo (mayo 2000); y *La economía internacional, entre la globalización y el regionalismo*, por José María Serrano Sanz, catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Zaragoza (junio-julio 2000).

La Fundación Juan March no se identifica necesariamente con las opiniones expresadas por los autores de estos Ensayos.

FINANZAS INTERNACIONALES Y CRISIS FINANCIERAS

sis ha alcanzado a la generalidad de las economías no industrializadas, granjeándose ese calificativo de la primera crisis verdaderamente «global» de la historia. En alguna de las taxonomías de las crisis financieras, tan frecuentes en estos días, se ha considerado a la crisis asiática como la primera de una nueva categoría, la denominada «tercera generación», al no concurrir en ella los elementos propios que dieron lugar a las crisis de la primera —desequilibrios macroeconómicos importantes, políticas monetarias y fiscales expansivas—, ni las de la segunda generación, cuyo representante más cualificado sería el colapso del Mecanismo de Cambios del Sistema Monetario Europeo en 1992, determinado por la existencia de tasas crecientes de desempleo hasta niveles suficientemente importantes como para justificar el temor a un cambio significativo en la orientación de las políticas económicas, incluido el propio régimen cambiario.

Siendo más o menos marcadas las diferencias en los perfiles macroeconómicos de los países afectados, en la composición de los flujos de capital exterior o en la distribución de los titulares de los pasivos financieros, la existencia de factores comunes importantes es por sí sola generadora de inquietud derivada de la aparentemente escasa capacidad de aprendizaje o/y del cuestionamiento con que cabe contemplar la hipótesis de eficiencia que subyace en el funcionamiento de los mercados financieros. Así, el primer y quizás más relevante denominador común de esas tres convulsiones financieras fue la *manifiesta incapacidad para anticiparlas*. Que la mayoría de los operadores financieros y las propias instituciones multilaterales fueron sorprendidos se pone de manifiesto en la estabilidad de las variables financieras hasta prácticamente la emergencia de las crisis; en particular, la estabilidad de los diferenciales en los tipos de interés de los activos financieros de estos países frente a los de los de menor riesgo. También las tres crisis estuvieron precedidas de intensas entradas de capitales en la mayoría de los países en desarrollo y, de forma destacada, en las dos últimas.

El segundo elemento común en esas tres crisis fue la *amplitud de la exposición a los riesgos de variaciones en los tipos de cambio y tipos de interés* (fundamentalmente en relación al dólar de EE UU) de los receptores de capital exterior. En todos los casos, la apreciación del dólar actuó como un precipitador de las perturbaciones posteriores que condujeron a la crisis. La disposición de regímenes cambiarios relativamente rígidos y el escaso o mal aprovechamiento de las posibilidades de cobertura de esos riesgos ofrecidas por los mercados se presentan como serias inconsistencias en economías con un creciente grado de apertura. En esas crisis se ha ilustrado esa «trinidad

inconsistente» o «trilema de las economías abiertas» que advierte de la manifiesta dificultad para mantener simultáneamente un régimen de tipo de cambio fijo, un mercado de capitales abierto y una política monetaria con otros objetivos distintos a la preservación del tipo de cambio comprometido. Lo paradójico, en todo caso, especialmente en la crisis asiática, es la insuficiencia del aprovechamiento de las versátiles posibilidades de gestión de esos riesgos que los propios mercados financieros ofrecen.

Con todo, la crisis actual ha vuelto a poner de manifiesto que una vez extendida la desconfianza sobre un régimen cambiario intermedio, de flotación limitada en el seno de una banda, su recuperación es un empeño cuando menos difícil y, en todo caso, muy costoso, si no se recurre a controles sobre los movimientos de capital. En este caso, ni el explícito compromiso del FMI de apoyar financieramente a los afectados ha sido suficiente para reducir esa generalizada desconfianza, alimentada prioritariamente por los propios residentes de los países en crisis que en este caso han sido importantes vendedores de activos financieros denominados en su propia moneda. El desenlace en la generalidad de los países más directamente contaminados, Brasil es el último ejemplo, ha inclinado el resultado provisional de esa clásica discusión sobre la elección del régimen de tipos de cambio a favor de las opciones más extremas: la libre flotación o la adopción de un régimen de tipos de cambio fijos. Las tensiones que los mercados han ejercido sobre la versión de estos últimos basada en un «currency board»⁽²⁾, como el mantenido por Hong Kong o Argentina, ha posibilitado esa propuesta radical de las autoridades de este último país de «dolarizar» completamente las economías latinoamericanas, empezando por la propia; es decir, por la sustitución del peso por el dólar. Una iniciativa probablemente dirigida de forma un tanto oportunista a refrendar ese compromiso con la estabilidad de las autoridades argentinas, a neutralizar la eventual desconfianza de los operadores en los mercados financieros, que puede llegar a disponer de mayor virtualidad de la que hoy se le asigna, tras la simplificación introducida por la sustitución de once monedas de la Unión Europea por el euro, la consolidación de esa plataforma tripolar en que de hecho descansan las finanzas internacionales.

La tercera característica en común, pero no la menos importante, es la *inmadurez de las instituciones financieras* de los países en que emergieron esas crisis. La debilidad estructural de sus sistemas financieros, la falta de transparencia, la deficiente regulación o la existencia de manifiesta corrupción, fueron poderosos agravantes y propagadores de las dificultades al sector real de las respectivas econo-

FINANZAS INTERNACIONALES Y CRISIS FINANCIERAS

mías. Son, en general, sistemas financieros que en un período relativamente corto llevaron a cabo una transición desde una estrecha regulación a una amplia y en muchos casos indiscriminada liberalización, sin un paralelo reforzamiento de los mecanismos de supervisión y control. Sistemas sin la transparencia suficiente y, en muchos casos, con un grado excesivo de intromisión política que propicia una gestión alejada de criterios de estricta eficiencia empresarial. Sistemas en los que, en mayor medida que los correspondientes a los países industrializados, se manifiestan con frecuencia problemas caracterizados en la literatura económica derivados de la existencia de «información asimétrica» y riesgo moral («moral hazard»): de la distinta información que prestatarios y prestamistas disponen en relación al riesgo y de la generación de incentivos a la asunción de riesgos excesivos que determinados prestatarios pueden encontrar incluso de los propios gobiernos, a través de la existencia de diverso tipo de garantías, incluidas la de la figura de «prestamista de última instancia».

Por todo ello, las sucesivas crisis han constituido una seria desautorización de aquellas concepciones que consideraban que las ganancias de eficiencia generadas por los procesos desreguladores compensarían ampliamente los eventuales costes de adaptación de las instituciones. Ya existen suficientes elementos de juicio para considerar que la última de esas crisis ha sido algo más que un mero coste de ajuste a un entorno financiero supuestamente más eficiente, invalidando esas aproximaciones «darwinistas» sobre la capacidad de aprendizaje de los sistemas financieros nacionales.

La *rápida y extensa propagación*, siendo también un denominador común a esas crisis, ha ido acentuándose a medida que se ha hecho más explícito el proceso de globalización financiera y con él la drástica simplificación en momentos de tensión de los criterios en que se amparan las decisiones de inversión y, especialmente, de desinversión. La mera pertenencia a esa genérica categoría de mercados o economías emergentes es, en momentos de gran inestabilidad, condición suficiente para sufrir las consecuencias de esas rápidas revisiones de la aversión al riesgo del conjunto del grupo, con independencia en muchos casos de los orígenes específicos de la crisis, acentuando la volatilidad de las variables financieras y la extensión del pánico. Indudablemente, las probabilidades de extensión del contagio son tanto mayores cuanto más similares son los factores determinantes y, desde luego, cuanto más evidente es esa asimetría entre el elevado grado de integración internacional de un número creciente de economías emergentes y la debilidad estructural de sus sistemas financieros. Las recientes experiencias también han demostrado que,

una vez iniciado el contagio, no hay cortafuegos de los convencionalmente disponibles por los gobiernos o agencias multilaterales que puedan mostrar su eficacia. En situaciones de tensión, los operadores financieros están mucho más atentos a los movimientos de sus colegas que a esos fundamentos económicos que deberían explicar el comportamiento de los tipos de cambio o de los tipos de interés: actuaciones en mayor medida guiadas por los instintos —«fight-or-free»— que no hacen sino distanciar la interpretación de los acontecimientos de su dimensión racional.

El último de los elementos comunes a esas crisis es su *desenlace en reestructuraciones de deuda* de los países más directamente afectados, tanto la de titularidad pública como en muchos casos también la privada. Con independencia del origen, la rápida propagación a las instituciones financieras domésticas terminó en todos los casos configurando ese carácter sistémico de las crisis que dificultaba la aplicación de terapias parciales y exigiendo la solución extrema: la moratoria y reestructuración de los pasivos frente al exterior, tras un período excesivamente dilatado de endurecimiento en las condiciones de financiación del conjunto de los agentes económicos. Un desenlace que, también en todos los casos, ha estado estrechamente asociado o precedido de la generación de enormes costes políticos y sociales y de una amplia decepción sobre la distribución de las ventajas de ese proceso de globalización financiera.

Respuestas a la crisis y propuestas arquitectónicas

A la luz de la distribución entre países de los costes de esas crisis, no es extraño que a cada uno de los episodios de inestabilidad le haya sucedido un recrudecimiento del temor a las implicaciones de esa dinámica de creciente integración financiera internacional —verdadera «globafobia», en algunos casos, dada su escasa fundamentación racional— que ha amparado las propuestas de radical aislamiento de algunas economías o la introducción de restricciones a la libre movilidad internacional de los capitales. Las sugerencias a este respecto han sido más intensas tras la emergencia de la última crisis, y también más ambiciosas en su alcance, poniendo seriamente en entredicho la capacidad de las instituciones internacionales para gobernar esa dinámica financiera. Un debate suscitado hace casi treinta años por el Premio Nobel James Tobin, defensor de un impuesto sobre determinadas transacciones financieras, y al que se han incorporado otros destacados académicos y representantes de instituciones direc-

FINANZAS INTERNACIONALES Y CRISIS FINANCIERAS

tamente implicadas en las sugerencias de reforma del sistema, como el Banco Mundial, que en esta ocasión no ha ocultado sus abiertas diferencias con su institución hermana, el FMI, en relación al diagnóstico y tratamiento de la crisis asiática. Tampoco han faltado algunas propuestas, cuando menos paradójicas en sus pretensiones limitadoras de la especulación, como la del célebre inversor George Soros, tardíamente convertido a una suerte de intervencionismo desde el convencimiento de los elevados riesgos de colapso del conjunto del sistema capitalista si proliferan actuaciones como la suya en el pasado reciente.

Con independencia de esas iniciativas más o menos coyunturales, y específicamente destinadas a limitar o penalizar determinadas transacciones financieras, o de aquellas otras que desde perspectivas radicalmente liberales defienden directamente la abolición del FMI (es el caso, entre otros, del ex-Secretario del Tesoro estadounidense George Shultz o de la conocida profesora de historia económica Ana Schwartz), la mayoría de las propuestas de reforma del actual esquema de relaciones financieras internacionales aspira simplemente a la introducción de una serie de principios observables por aquellos países con un cierto grado de integración internacional. La «nueva arquitectura» es el enunciado asumido por las organizaciones internacionales, en particular el FMI y el Banco Mundial, bajo el que se sugiere el establecimiento de estándares fundamentalmente dirigidos a la consecución de la suficiente transparencia y fortalecimiento de los sistemas financieros nacionales, y a la mejora de la gestión de las situaciones de crisis. En realidad, lo que podría considerarse la agenda informal de la reforma está integrada por las propuestas debatidas en el seno del «Grupo de los 22» (una formación integrada por representantes de otros tantos países de distinto grado de desarrollo, creado por el presidente Clinton en abril de 1998), en torno a los principios antes comentados, asumidos esencialmente por el propio FMI. Dentro de esta amplia familia de propuestas también se encuentran aquellas que básicamente defienden, aunque no se explique tan directamente, la conveniencia de internacionalizar algunas de las funciones que hoy llevan a cabo instituciones reguladoras o supervisoras domésticas. En concreto, la existencia de un prestamista de última instancia, de forma similar a la función que desempeñan la mayoría de los bancos centrales, un tribunal de quiebras y un regulador igualmente global de las entidades y mercados financieros. En las modalidades más extremas, esas reformas institucionales deberían conducir a la creación de un banco central mundial y una moneda única mundial.

Propuestas que, con independencia de su posibilidad más o menos inmediata de aplicación, disponen todas ellas de un fundamento común: la excesiva frecuencia con que se suceden en los últimos años los episodios de inestabilidad financiera y la renuncia a considerarlos, como la teoría clásica de las crisis económicas sugiere, algo fatalmente intrínseco al sistema económico basado en el mercado. La reciente decisión del Grupo de los Siete de creación del denominado «Foro de Estabilidad Financiera» se ha presentado como el primer trazo en el diseño de esa nueva arquitectura. Un ámbito desde el que además de la supervisión de los mercados financieros se definan posibilidades efectivas de coordinación entre sus principales agentes y, en particular, de los gobiernos y las diversas instituciones multilaterales que actualmente disponen de competencias más o menos directamente vinculadas a las finanzas internacionales. El tiempo dirá si la eficacia de un empeño tal trasciende a la mera creación de una burocracia más, o si por el contrario es la primera de las decisiones consecuente con ese costoso aprendizaje que esas crisis han ofrecido. □

Notas:

(1) En Ontiveros (1997) se revisa la evolución del sistema de relaciones financieras internacionales desde la Conferencia de Bretton Woods en 1944 hasta la emergencia de la crisis asiática. Ésta es objeto de análisis en Ontiveros (1998). Algunas de las consideraciones reflejadas en estas notas sobre las crisis financieras han sido objeto de tratamiento más amplio en la ponencia presentada al XI Simposio de «Moneda y Crédito» 1999.

(2) «Cajas de conversión» es el término que ha utilizado el FMI para la traducción al castellano de «currency board». Se trata de sistemas que buscan la estabilización del tipo de cambio de la moneda local mediante la definición en una paridad fija a otra más importante, habitualmente el dólar de EE UU, respaldando la oferta monetaria con las reservas existentes en esa moneda de referencia. No es necesario insistir en que en un régimen tal, en no pocos casos concebido como excepcional y necesariamente transitorio hasta la recuperación de la credibilidad, ésta tiene como contrapartida la renuncia a una política monetaria autónoma del país emisor de la moneda de referencia. Hong Kong, desde 1984, y Argentina desde 1991 son los casos más representativos de este régimen, a los que hay que añadir los casos, entre otros, de Estonia, Lituania y Bulgaria.

Bibliografía citada:

Ontiveros, Emilio (1997): «Sin orden ni concierto». Escuela de Finanzas Aplicadas, Madrid.

Ontiveros, E. (1998): «La crisis asiática. La primera crisis global». Análisis Financiero Internacional. Analistas Financieros Internacionales.