

FLUJOS DE CAPITAL EXTERNO Y CRISIS FINANCIERAS EN LOS PAÍSES EN DESARROLLO: LA EXPERIENCIA DE LA DÉCADA DE LOS NOVENTA

JORGE FERNÁNDEZ RUIZ

LA EXPERIENCIA QUE HA VIVIDO LA ECONOMÍA MEXICANA durante las últimas décadas ha llevado a asociar la historia de los flujos financieros del exterior, al menos en varias de sus modalidades, con crisis recurrentes y reducciones súbitas en el bienestar de la población. Éste es el caso, por ejemplo, de la atracción de recursos financieros del exterior mediante la contratación de deuda pública externa, por lo que es percibida como una acción intrínsecamente negativa. Sin embargo, los economistas han sostenido desde hace tiempo que los flujos de recursos del exterior, en sus distintas formas, pueden ser un instrumento poderoso para el desarrollo de un país. Y precisamente la deuda pública externa es una modalidad muy atractiva para analizarse desde un punto de vista normativo porque, en principio, la decisión de pedir prestado en el extranjero pareciera estar totalmente bajo el control del gobernante. Así, se puede plantear la siguiente pregunta: suponiendo que un gobernante se interese exclusivamente por el bienestar de la población, ¿debería contratar deuda externa? Los economistas han planteado esta pregunta en modelos formales en que se precisa qué se entiende por bienestar de la población y qué características tiene la economía, y han encontrado que la respuesta es afirmativa en una gran variedad de circunstancias, y las razones de esta respuesta son fundamentalmente dos:

La primera es que los recursos externos permite n explotar oportunidades de inversión rentables, de manera que con los frutos de la inversión se puede pagar la deuda y se crea además un remanente para el país. Sin los recursos del exterior, cada peso dedicado a inversión significaría un peso menos dedicado a consumo por lo que, en un país con un ingreso reducido, muchas inversiones rentables serían desaprovechadas. La segunda es que la deuda puede usarse para reducir las fluctuaciones en el consumo. El bienestar de la población será más alto si en las épocas de "vacas flacas" los recursos del exterior permiten aumentar el consumo a cambio de prescindir de algunos lujos en las épocas boyantes.

Las dos razones anteriores también nos ayudan a entender por qué las otras modalidades de flujos de capital del exterior pueden ser benéficas para los países receptores –aunque la argumentación debe ser más elaborada, ya que existen diferencias entre dichas modalidades.

EL CRECIMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL HACIA 1990

En vista de los beneficios potenciales de los recursos financieros externos, muchos economistas se congratularon de un fenómeno que se registró hacia 1990, en perfecta consonancia con la idea de que se estaba viviendo en la época de la globalización: el crecimiento espectacular de los flujos de capital hacia los países en desarrollo. Por ejemplo, los flujos hacia los países en desarrollo de Asia y América Latina fueron cinco veces más grandes en el periodo 1990-1994 que en el periodo 1985-1989 (Calvo, Leiderman y Reinhart; 1993). Si adoptamos la convención de clasificar los flujos de capital en inversión directa, inversión en portafolio y préstamos,¹ vemos que este crecimiento se registró en la tres modalidades. Consideremos el comportamiento de los flujos netos de procedencia privada para cada modalidad. Para el conjunto de las economías “emergentes”,² la inversión directa, que en 1988 y 1989 fue de 18 300 y 15 500 millones de dólares, respectivamente, aumentó a 32 600 millones de dólares en 1991 y a 35 300 millones de dólares en 1992.³ La inversión en portafolio, que había sido negativa (-800 millones de dólares) en 1988 y de 14 200 millones de dólares en 1989, aumentó a 27 000 y 50 700 millones de dólares en 1991 y 1992, respectivamente. Y la tercera modalidad, los préstamos,⁴ que en 1988 y 1989 habían sido negativos (de -700 y -3500 millones de dólares, respectivamente), en los dos años posteriores a 1990 registraron valores de 37 000 primero y 35 500 millones de dólares después.

En el caso de América Latina, el crecimiento de los flujos privados de capital alrededor de 1990 también es muy marcado. Si comparamos el periodo 1988-1989 con el de 1991-1992, vemos que la inversión directa subió de 15 700 a 24 800 millones de dólares, y que la inversión en portafolio y los

¹ En la clasificación presentada en World Economic Outlook los préstamos incluyen el residuo de “otros flujos privados”.

² De acuerdo con la convención empleada en el World Economic Outlook, “total emerging markets” incluye a los países en desarrollo, los países en “transición” (mayoritariamente Europa Central y del Este), Corea, Singapur, Taiwan e Israel.

³ Las comparaciones de los años 1988 y 1989 con 1991 y 1992 proceden de IMF, World Economic Outlook, diversos números.

⁴ Incluye otros tipos de flujos de capital.

préstamos pasaron de cantidades negativas en el primer periodo a 36 200 y 10 500 millones de dólares, respectivamente.⁵

Sin embargo, el paradigma de un gobernante que enfrenta un precio –la tasa de interés– y decide qué cantidad adquirir a ese precio –cuánto endeudarse– puede ser engañoso. En realidad los mercados internacionales de capital no son perfectos. Es posible, por ejemplo, que el gobernante no pueda adquirir ninguna cantidad positiva del producto –que no pueda contratar deuda– incluso aunque esté dispuesto a pagar un precio –una tasa de interés– sustancialmente más alta, justo cuando más lo necesita (problema que también se puede presentar con las otras modalidades de flujos de capital).

LA “CRISIS DEL TEQUILA” Y LA CRISIS ASIÁTICA DE 1997

Históricamente, los mercados internacionales de capital han registrado oleadas de flujos de recursos que cesan abruptamente y arrastran a los países receptores en sus aguas. Así, no es totalmente sorprendente que la década de los noventa también fuera testigo de crisis financieras ligadas a los mismos flujos financieros que supuestamente serían portadores de grandes beneficios. La mayor rapidez de los movimientos de capital característica de esta nueva época –debida en parte a cambios tecnológicos en los sistemas financieros y de información– significaba que las reservas de un país podían sufrir reducciones significativas –o las monedas locales depreciaciones sustanciales– en periodos de tiempo muy breves. Dos episodios en particular quedaron grabados en la historia de las finanzas internacionales: el “efecto tequila” de 1994-1995 y la crisis asiática de 1997-1998. El hecho de que los problemas financieros de un país se “contagiaran” a otras economías, sin aparente fundamento en las condiciones económicas reales, se convirtió en motivo de preocupación de líderes políticos, diseñadores de política económica y organismos financieros internacionales.

Empecemos con el caso de México en 1994-1995.⁶ Después de recibir enormes flujos de capital durante varios años, que le permitieron financiar

⁵ Para los países en desarrollo de Asia tenemos lo siguiente: la inversión directa registró entradas de 7 300 y 5 700 millones de dólares en 1988 y 1989, respectivamente; mientras que en 1991 y 1992 fue –los dos años– de 14 300 millones de dólares. La inversión en portafolio registró cifras negativas en 1988 y 1989: de -1 600 y -100 millones de dólares, respectivamente. En cambio, en 1991 y 1992 hubo entradas por 2 100 y 12 900 millones de dólares, respectivamente. Y los préstamos, que fueron negativos en 1988 (-10 000 millones de dólares) y de 2 000 millones de dólares durante 1989, subieron a 18 900 millones de dólares en 1991, aunque registraron una cifra negativa, de 1 600 millones de dólares, en 1992.

⁶ Hernández Trillo (2003) incluye un análisis de experiencias previas del endeudamiento en México.

un déficit de cuenta corriente de 5.1%, 7.3% y 6.4%, como porcentaje del PIB, en 1991, 1992 y 1993, respectivamente,⁷ México sufrió, en un periodo plagado de acontecimientos políticos que causaron nerviosismo entre los inversionistas, una continua reducción de entradas de capital a lo largo de 1994. Los 28 000 millones de dólares de reservas internacionales que había en febrero de 1994 se redujeron a 10 000 millones a comienzos de diciembre.⁸ Existen diversas interpretaciones sobre lo que sucedió en este periodo. Algunos analistas enfatizan la sobrevaluación del peso y la imposibilidad de sostener los elevados déficit de cuenta corriente. Otros consideran que las reformas llevadas a cabo en los años previos justificaban las masivas entradas de capital de las que tales déficit eran una manifestación y que en cuanto cesaran los acontecimientos políticos desestabilizadores se restaurarían los equilibrios macroeconómicos. Sin embargo, no importa cuál de estas interpretaciones se prefiera, es claro que, después de la devaluación del peso del 22 de diciembre de 1994, la posible sobrevaluación ya no existía. Los acontecimientos de los meses previos habían llevado al gobierno a una situación de iliquidez: con reservas inferiores a 6 000 millones de dólares y vencimientos de un instrumento de deuda gubernamental indizado en dólares –los tesobonos– de cerca de 10 000 millones de dólares en el primer trimestre de 1995, el gobierno dependía de las expectativas de los inversionistas para poder cumplir sus obligaciones financieras. A pesar de ofrecer tasas de interés muy atractivas, el gobierno fue incapaz de refinanciar su deuda de corto plazo. Esto desató un pánico financiero que sólo se detuvo cuando se negoció un paquete de ayuda de 52 000 millones de dólares con el FMI y el gobierno de los Estados Unidos. Las medidas de austeridad a que fue sometida la economía mexicana fueron muy severas y el PIB registró una caída⁹ de 6.9% en 1995. Esta caída tuvo múltiples manifestaciones que incidieron negativamente sobre el bienestar de la población. Muchos trabajadores en el sector formal perdieron su empleo, según se desprende de la evolución de los indicadores más confiables. Así, el número de trabajadores asegurados en el IMSS disminuyó 5.4% y la tasa de desempleo abierto urbano pasó de 3.7% en 1994 a 6.3% en 1995. Además, aquellos trabajadores que conservaron su empleo vieron reducido su salario en términos reales. En el sector manufacturero, las remuneraciones totales a los trabajadores (o masa salarial) disminuyeron 19.2% y la remuneración media por trabaja-

⁷ Sachs, Tornell y Velasco (1996) p. 179.

⁸ Los datos sobre las reservas y los vencimientos de tesobonos están tomados de Radelet y Sachs (1998).

⁹ Los datos sobre el desempeño de la economía mexicana en 1995 y los efectos de la crisis están tomados del informe anual 1995 del Banco de México.

dor lo hizo en 12.5% (ambas en términos reales). El mayor desempleo y la reducción de los ingresos reales originó una caída en el consumo privado, que descendió 12.9%, y, en el renglón de bienes duraderos, la caída fue de 45.7%. Finalmente, una variable cuyas consecuencias se notarían principalmente en las posibilidades de producción futura, la inversión, también fue severamente afectada: en 1995 la inversión privada cayó 33.9% y la pública 18.9 por ciento.

La crisis mexicana causó preocupación entre los inversionistas, temerosos de que fenómenos similares pudieran ocurrir en otros países. Varios países vieron cómo las entradas de capital que habían recibido se redujeron súbitamente, y experimentaron caídas en sus reservas internacionales y en sus mercados de valores, así como presiones sobre sus tipos de cambio. En particular, Brasil, Filipinas y, sobre todo, Argentina fueron severamente afectados. Para describir este contagio se acuñó el término de "efecto tequila".

En Argentina,¹⁰ durante 1995, el PIB cayó 4.6% y, en el caso del producto industrial, la caída llegó a 6.7%. El desempleo se incrementó de una tasa de 12.5% en octubre de 1994 a otra de 18.5% en mayo de 1995. A lo largo de 1995, la inversión privada interna cayó 16% y el crédito bancario al sector privado, 5.5% en términos reales. Finalmente, la gravedad de las presiones sobre el régimen cambiario —el *currency board*— se reflejó en un incremento significativo en el diferencial de las tasas de interés entre deuda denominada en pesos y aquella denominada en dólares.

Con la posible excepción de Filipinas, en 1995 la solidez financiera de las economías del Sudeste Asiático no se cuestionaba, y parecía haber consenso en que jamás caerían en una situación similar. Dos años después se probaría lo contrario.

En 1997 las economías del Sudeste Asiático vivieron su propia crisis financiera. La historia previa de éxito económico de varias décadas hizo aún más sorprendente esta crisis. En efecto, en Malasia, Indonesia y Tailandia, el ingreso per cápita se multiplicó por más de cuatro veces entre 1965 y 1996 y, en el caso de Corea, lo hizo por más de siete veces.¹¹ Además, los frutos de este crecimiento fueron aprovechados por todas las capas de la población. Por ejemplo, en Corea, el ingreso medio del 20% más pobre de la población se multiplicó por más de seis veces entre 1965 y 1988. En Malasia, Indonesia y Tailandia estos incrementos fueron, aunque menores, sustanciales: en los tres países este ingreso más que se duplicó en dos décadas —entre alrededor

¹⁰ Los datos sobre la economía argentina en 1995 están tomados de Agenor (1997).

¹¹ Los siguientes datos sobre las economías del Sudeste Asiático están tomados de Radel y Sachs (1998).

de 1970 y alrededor de 1990. Más aún, al considerar solamente los años más recientes vemos que el crecimiento económico no mostraba signos adversos: entre 1985 y 1994, el crecimiento medio del PIB fue de 6.8% en Indonesia, de 7.1% en Malasia, de 9% en Tailandia y de 8.2% en Corea. Las cuatro economías salieron ilesas del “efecto tequila”, pues en todas ellas el PIB creció por encima de 8% en 1995. Tomando conjuntamente 1995 y 1996, este crecimiento promedió 8.1% en Indonesia, 9.9% en Malasia, 7.5% en Tailandia y 7.9% en Corea.

La solidez mostrada por estas economías y su comportamiento frente al “efecto tequila” no hacían sospechar lo que se avecinaba. Dos indicadores nos confirman esta idea: entre mediados de 1995 y mediados de 1997, los márgenes de las tasas de interés de los bonos de estos países decrecieron, lo que implicaba que no había percepción de un mayor riesgo. Adicionalmente, los *ratings* de los bonos gubernamentales de largo plazo, expedidos por las agencias calificadoras más importantes –como Moody’s y Standard and Poor’s– se mantuvieron estables y en algunos casos mejoraron.

Tailandia fue la primera de estas economías que experimentaría problemas financieros –que se extenderían después como un virus a sus vecinos. Desde 1996, y sobre todo en 1997, los precios de los bienes raíces en el mercado tailandés experimentaron caídas que generaron problemas en las empresas de este sector. Más específicamente, tuvieron dificultades para pagar sus deudas. Estos problemas se combinaron con –y acentuaron– los que enfrentaban las instituciones financieras. Ante esta situación, comenzaron a generarse expectativas de que el gobierno dejaría flotar la moneda local, el baht. Las reservas se redujeron drásticamente entre febrero y junio de 1997. Finalmente, en julio se dejó flotar el baht.

Al tiempo que la economía tailandesa caía de la gracia de los mercados de capital internacionales, se extendió la creencia de que lo que había ocurrido en Tailandia podía ocurrir también en otros países similares. En particular, en Indonesia, Malasia y Corea las entradas de capital externo, que habían sido significativas en los años recientes, se revirtieron. Las presiones sobre las reservas internacionales y los tipos de cambio fueron muy intensas. Los sectores privados de estos países, agobiados por altas deudas de corto plazo con instituciones extranjeras, encontraron cada vez más difícil pagarlas debido a unas monedas locales que se continuaban depreciando. A su vez, los acreedores externos estaban cada vez más reacios a refinanciar esas deudas. El éxito previo de estas economías se convirtió en desastre en 1998: el PIB cayó 13.1% en Indonesia, 7.4% en Malasia, 10.5% en Tailandia y 6.7% en Corea. El efecto sobre el bienestar de la población en cada uno de estos países fue enorme.

EN BUSCA DE UNA EXPLICACIÓN

Las crisis de deuda de los setenta

Para poner en perspectiva las crisis de la década de los noventa es útil proceder por contraste con otro tipo de crisis de las que México, desafortunadamente, se ha convertido en ejemplo común en la literatura económica. Se trata de crisis originadas por políticas económicas internas expansivas, como las de México en 1973-1976 y 1979-1982, en que existía un déficit público inflacionario combinado con un tipo de cambio fijo, y el sector privado percibía la política económica como insostenible y trataba de beneficiarse de su caída.

Repasemos brevemente el episodio de 1973-1976. Como antecedente, conviene señalar que durante la época conocida como el desarrollo estabilizador, desde mediados de los cincuenta hasta principios de los setenta, México vivió una etapa de crecimiento económico sostenido –el PIB creció a una tasa media de 6.7% anual– y estabilidad de precios –con una inflación media anual de 3.8%. Asimismo, esto se logró con un endeudamiento externo muy limitado. Este periodo coincide con una sequía en los flujos de capital hacia América Latina y, en este sentido, el reducido endeudamiento no es atípico en la región. A pesar de estos éxitos, existía la sensación de que el desarrollo estabilizador¹² no había podido resolver –y por su propia naturaleza nunca lo haría– problemas sociales que requerían la participación más activa del Estado en la economía.

El mercado, por sí solo, no mejoraría la distribución del ingreso, ni atendería a los grupos de la población que no fueran capaces de beneficiarse del crecimiento económico. Se proponía aumentar el gasto en educación, salud y vivienda, así como la inversión gubernamental para atender áreas que no eran rentables desde un punto de vista estrictamente privado. Estas ideas fueron llevadas a la práctica y se tradujeron en un incremento del gasto público de 21.2% en términos reales en 1972. Puesto que este aumento en el gasto público no fue acompañado de un aumento en los ingresos corrientes del gobierno, se tradujo en un incremento del déficit público. Este déficit, que había tenido un valor medio de 2.5% durante el desarrollo estabilizador, creció casi 5% en 1972, y continuó creciendo hasta alcanzar un máximo de 10% en 1975. Se financió en parte con deuda pública externa y en parte con emisión monetaria. En consecuencia, la inflación interna sobrepasó año con año la de los socios comerciales de Mé-

¹² Bazdresch y Levy (1992) analizan cuidadosamente el periodo 1970-1982. Los datos de este periodo proceden, salvo especificación en contrario, de dicho artículo.

xico lo que, combinado con un tipo de cambio fijo, provocó una revaluación del valor real del peso. El déficit en cuenta corriente también aumentó, de 0.2% en 1971 a 4.2% en 1975. Las dudas del sector privado sobre la sustentabilidad de este esquema fueron crecientes, y las expectativas de una devaluación significativa cada vez mayores. De esto resultó que la deuda gubernamental estuviera financiando fugas de capital. Es decir, parte de los recursos que el gobierno recibía del exterior eran reciclados por los particulares nacionales, quienes prestaban de manera privada a instituciones del exterior. El sector privado consideraba que la política económica, en particular el tipo de cambio, dados los niveles de gasto y recaudación, era insostenible. Por eso guardaba el dinero fuera del país y esperaba un cambio de rumbo. El endeudamiento gubernamental permitió sostener por un tiempo esta situación hasta que, en agosto de 1976, el peso fue devaluado 59%. La deuda pública externa, que era de menos de 7 000 millones de dólares en 1972, creció en más de 4 000 millones de dólares en 1975 y en más de 5 000 millones en 1976.

Un hecho con frecuencia olvidado es que los factores internacionales tuvieron, al menos indirectamente, un papel relevante. En efecto, la sequía de recursos financieros para los países en desarrollo llegó a su fin hacia 1973, cuando la OPEP logró elevar sustancialmente el precio del petróleo, lo que se tradujo en que el superávit en cuenta corriente de los principales exportadores de petróleo se multiplicara por diez. Esto provocó una oleada de préstamos a los países en desarrollo, que siguió cercanamente el comportamiento de los superávits en cuenta corriente de los exportadores de petróleo. Entre 1974 y 1978, este superávit fue decreciendo, hasta que aumentó de nuevo en 1979, debido a un segundo incremento en el precio del petróleo.

El episodio anterior se corresponde razonablemente bien con los modelos clásicos de crisis cambiarias. En estos modelos, una inflación doméstica superior a la de los socios comerciales del país en cuestión lleva a una sobrevaluación del tipo de cambio y a un déficit en cuenta corriente que se vuelve cada vez más difícil de sostener hasta que eventualmente ocurre una devaluación. Esto sucede típicamente cuando el gobierno trata de usar un tipo de cambio nominal fijo como un ancla inflacionaria.

El origen de los flujos de capital en los noventa

Aunque inicialmente diversos analistas interpretaron los flujos de capital como una consecuencia natural de que algunos países, como Chile y México, estaban emprendiendo reformas favorables al mercado y por eso atraían

tales recursos, pronto se hizo patente que los capitales estaban fluyendo también a muchos otros países que no emprendían tales reformas –al menos no en una forma significativa. Según diversos estudios, el crecimiento en los flujos de capital se debió en gran medida a factores externos a las economías receptoras. Por ejemplo, Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) cifran entre 30 y 60% la influencia de los factores externos al analizar la experiencia de diez países latinoamericanos. Por su parte, Chuhan, Claessens y Mamingi (1993) atribuyen más de la mitad de los flujos desde Estados Unidos a seis países latinoamericanos a causas externas a las economías receptoras.

Además de la adopción de reformas favorables al mercado en muchos países en desarrollo, los principales factores que incidieron en el crecimiento de los flujos de capital¹³ fueron:

a) La caída de las tasas de interés mundiales que, en el caso de las tasas de interés de corto plazo en Estados Unidos, alcanzaron su nivel más bajo desde principios de los sesenta en 1992. Esta caída indujo a los inversionistas a buscar opciones más atractivas y Asia y América Latina se convirtieron, por comparación, en destinos interesantes. Adicionalmente, esta misma reducción en las tasas de interés aligeró la carga de la deuda previa de estas economías y las hizo aparecer más sólidas, aumentando así su atracción como centros receptores de inversiones.

b) La recesión en muchos países industrializados (entre ellos Estados Unidos, Japón y varios europeos) a principios de los noventa se constituyó en un incentivo adicional para que los inversionistas buscaran destinos alternativos para sus fondos.

c) La tendencia en los grandes centros financieros internacionales a buscar la diversificación de las inversiones.

d) La mejoría en las relaciones con sus acreedores de muchos países altamente endeudados.

e) El “efecto contagio”: cuando un país grande logra atraer flujos de capital considerables, se generan externalidades para los países pequeños de la región. Un caso paradigmático es el de México y Chile que, al atraer flujos de capital a partir de 1990, crearon un entorno favorable para las inversión en otras economías de América Latina.

Algunos factores explicativos

Conviene recalcar primero que, puesto que las crisis están asociadas a una reversión masiva de los flujos de capital, los países que se aíslan de tales flu-

¹³ En la selección de estos factores seguimos a Calvo, Leiderman y Reinhart (1996).

jos permanecerán ajenos a las crisis. Por ejemplo, como observan Radelet y Sachs (1998), refiriéndose a la crisis asiática, los países de la región que recibieron cantidades mucho menores de flujos de capital a principios de los noventa, como China y Vietnam, permanecieron también al margen de la estampida posterior. Sin embargo, según el análisis econométrico de Sachs, Tornell y Velasco (1996)¹⁴ sobre la crisis de 1994-1995, para los países con relativa facilidad de inversión extranjera en valores y otros instrumentos financieros no se cumple aquello de que, cuanto mayores sean las entradas de capital, más probable será que sufran una crisis. Una comparación ilustrativa a este respecto es que aunque México recibió enormes flujos de capital entre 1989 y 1994, equivalentes en promedio a 5.6% del PIB, Chile, que no fue casi afectado por el "efecto tequila", recibió flujos de capital aún mayores en términos relativos, equivalentes a 6.3% del PIB en el mismo periodo.

También vale la pena subrayar que las políticas fiscales expansivas, como en las crisis de México de 1976 y 1982, simplemente no estuvieron presentes en las crisis de los noventa. Por ejemplo, el gobierno mexicano tuvo de hecho un superávit tanto en 1992 como en 1993 —y un déficit público de menos de 1% del PIB en 1994. En el caso asiático, los gobiernos tampoco tenían déficit fiscales, su deuda pública externa era decreciente como porcentaje del PIB y mantenían inflaciones moderadas.

Con respecto a la sobrevaluación del tipo de cambio, su papel es más discutible. Aunque ciertamente no tenemos una inflación alimentada por políticas fiscales expansivas, la existencia de un tipo de cambio nominal fijo o semifijo generó alguna apreciación de las monedas locales en términos reales. En el caso mexicano, por ejemplo, Dornbusch y Werner (1994) sostienen que hacia 1994 el peso mexicano estaba sobrevaluado y que era necesaria una corrección en el tipo de cambio para superar el estancamiento de la economía. En el caso asiático, los tipos de cambio fijos o con pequeños cambios predecibles también condujeron a una apreciación de los tipos de cambio reales. De acuerdo con Radelet y Sachs (1998), esta apreciación alcanzó, entre 1990 y 1997, cerca de 12% en Corea y más de 25% en Indonesia, Malasia y Tailandia.

Sin embargo, las crisis del "efecto tequila" y la del Sudeste Asiático no pueden ser explicadas en toda su complejidad como un simple fenómeno de sobrevaluación del tipo de cambio. Hay otros ingredientes que contribuyen a explicarlas. Uno de ellos es la liberalización financiera.

Conviene tener presente que tanto en México como en los países del Sudeste Asiático se experimentaron periodos de liberalización financiera

¹⁴ Los resultados de este análisis se presentan más abajo.

seguidos de expansiones crediticias muy rápidas que debilitaron el sistema bancario.

Segun diferentes autores (Sachs, Tornell y Velasco, 1996; Furman y Stiglitz, 1998; Radelet y Sachs, 1998; Mishkin, 1999), la liberalización financiera tuvo un papel importante en la generación de las crisis (aunque existen diferencias de grado en la importancia asignada). Esta liberalización generó un auge crediticio en los países que la efectuaban. Así, para Radelet y Sachs (1998), el crédito bancario concedido por los bancos locales en el Sudeste Asiático creció muy por encima del resto de la economía. En Tailandia, Corea y Malasia, los préstamos bancarios al sector privado como porcentaje del PIB se incrementaron más de 50% en siete años. Estos préstamos fueron financiados en gran medida por préstamos que los bancos conseguían en el exterior. La excepción fue Indonesia, en que el crédito bancario creció más lentamente y fueron las compañías privadas no bancarias las que pidieron directamente préstamos del exterior. En México, de diciembre de 1989 a junio de 1993, el crédito vigente al consumo tuvo un aumento, en términos reales, de 259.9%, y la cifra correspondiente al crédito para vivienda fue de 257.1%.¹⁵ En cambio, el crecimiento anual del PIB —en términos reales— fluctuó entre 0.7% y 4.4% entre 1990 y 1993.¹⁶

El problema no es que haya aumentado la cantidad de préstamos otorgados. De hecho, el papel del sistema financiero es precisamente canalizar recursos de unidades con ahorro neto a unidades que demandan esos recursos. Una mayor intermediación financiera es generalmente percibida como un factor que incide positivamente en el crecimiento económico. El problema es que un crecimiento muy rápido inmediatamente después de abandonar un sistema con reglas muy rígidas sobre las condiciones de préstamo tenderá a generar una mala asignación de créditos. Puesto que los bancos carecen de experiencia ante las nuevas oportunidades, el crecimiento acelerado del crédito difícilmente será compatible con una canalización óptima de los recursos.

Por ejemplo, en México se eliminó a fines de los ochenta una regulación que durante décadas había puesto límites a la actividad bancaria, y que de hecho se había incrementado con la nacionalización bancaria de 1982. Antes de esta desregulación, el gobierno ejercía una fuerte influencia en el otorgamiento de crédito a través del encaje legal y de su canalización selectiva del crédito a actividades consideradas prioritarias. La desregulación eliminó tanto el encaje legal como el otorgamiento de crédito obligatorio a

¹⁵ Ortiz (1994), p. 195.

¹⁶ Banco de México, informe anual, varios años.

ciertas actividades, y permitió a los bancos decidir cómo prestar los recursos captados. Éste era un terreno poco conocido por la banca mexicana.

En los países asiáticos ocurrió algo similar. Furman y Stiglitz (1998) señalan que estos países regularon sus mercados financieros de una manera muy estricta durante su época de alto crecimiento posterior a la Segunda Guerra Mundial. Esta regulación tomó diferentes modalidades, entre las que se encuentran límites a las tasas de interés, requerimientos específicos sobre el destino de los créditos y fuertes limitaciones sobre la naturaleza de los activos que pueden poseer los bancos y sobre los préstamos que pueden contratar en el extranjero. Como ejemplo de esta desregulación, Furman y Stiglitz (1998) citan los casos de Corea y Tailandia.

Los problemas que enfrentó la economía coreana en 1980, después de que se puso de manifiesto la capacidad de producción excesiva en la industria química, contribuyeron a crear un clima favorable a la desregulación. El gobierno relajó las restricciones al crédito bancario, debilitó los lazos entre los bancos y los conglomerados industriales (*chaebol*) y liberalizó las tasas de interés. El porcentaje de créditos otorgados con base en la orientación gubernamental se redujo de 49.3% en 1973 a 24.9% en 1991.

En Tailandia las restricciones sobre las tasas de interés para muchos tipos de préstamo se eliminaron a principios de los noventa. Asimismo, se relajaron las medidas que obligaban a los bancos a hacer ciertos préstamos para favorecer a algunas actividades, como la agricultura, y se eliminaron las restricciones sobre préstamos que se quería desincentivar, como aquellos destinados a comprar bienes raíces. El resultado es que los bancos adquirieron una mayor capacidad de decisión sobre el destino y las condiciones en que podían hacer sus préstamos. Adicionalmente, se les otorgó mayor libertad para obtener recursos en los mercados extranjeros.

Como enfatizan Furman y Stiglitz (1998), muchas experiencias en materia de liberalización financiera muestran los riesgos de efectuarla rápidamente y sin la existencia de un sistema de regulación y supervisión previamente consolidado. El problema es que es más fácil dismantelar las restricciones existentes que crear un sistema confiable de regulación y supervisión. Numerosos estudios confirman lo anterior. Por ejemplo, Kaminsky y Reinhart (1999) estudian un conjunto de 26 crisis bancarias en diferentes países, y concluyen que en 18 de estos casos el sector financiero había sido liberalizado durante los cinco años previos. Asimismo, Demirgu-Kunt y Detragiache (1998) encuentran evidencia econométrica de que la liberalización financiera incrementa la probabilidad de una crisis bancaria.

El auge crediticio generó un notable incremento en la cartera vencida. Así ocurrió en México antes de la crisis de 1994-1995: durante 1993 aumentó 56% en términos reales, y durante 1994 lo hizo en 44.6%. En los países

del Sudeste Asiático hay evidencia mixta. Así, Radelet y Sachs (1998) mencionan que los datos oficiales no dan muestra de este deterioro, mientras que Mishkin (1999) cita estudios según los cuales el porcentaje de cartera vencida a préstamos totales sí se incrementó hasta llegar a entre 15 y 35%. En el caso asiático, un porcentaje cada vez mayor de los préstamos bancarios se usó para comprar bienes inmuebles y acciones. Aunque los datos oficiales de préstamos para bienes inmuebles muestran un incremento reducido, de acuerdo con Radelet y Sachs (1998), "la mayoría de los observadores sugieren que estas cifra subestiman la magnitud de estas actividades". Furman y Stiglitz (1998) también subrayan que, en el caso asiático, hubo una gran cantidad de préstamos que alimentaban el mercado inmobiliario especulativo, y que la caída de este mercado debilitó el sistema bancario. Como hemos anotado anteriormente, fue de hecho la caída de los precios de los bienes raíces en Tailandia por donde comenzó la cadena de acontecimientos que desencadenó la crisis.

Mishkin (1999) explica por qué el deterioro en la situación financiera de los bancos puede desempeñar un papel relevante en la generación de las crisis. Por una parte, los obliga a restringir drásticamente la concesión de créditos. Una parálisis de créditos puede suceder a la expansión crediticia previa. Quizás más importante, coloca la moneda local en una posición muy vulnerable frente a ataques especulativos. Esto se debe a que priva al banco central de una herramienta muy poderosa para resistir un ataque especulativo: el aumento en las tasas de interés en la moneda local. En efecto, un incremento en estas tasas debilitaría aún más a los bancos porque reciben depósitos a corto plazo y hacen préstamos a largo plazo. Así, un incremento en las tasas se traduciría de inmediato en un mayor costo de captación que, ante su fragilidad financiera, puede incluso llevarlos a la quiebra. Debido a lo anterior, es muy riesgoso que el banco central resista un ataque especulativo elevando las tasas de interés locales. Por eso se ve forzado a aceptar reducciones en sus reservas internacionales y, eventualmente, la devaluación de la moneda local. Pero esto tiene también consecuencias negativas, porque retroalimenta los problemas financieros iniciales y puede desencadenar una crisis. La razón es que muchas empresas están endeudadas en moneda extranjera, por lo que una devaluación incrementa su carga financiera. El deterioro resultante en su situación financiera se traduce, a su vez, en una rebaja de su calidad crediticia y en una reducción en los préstamos que pueden atraer y en la actividad económica en general. Además, la devaluación eleva la inflación esperada y consiguientemente las tasas de interés. Este incremento refuerza la cadena de acontecimientos recién mencionada: en una situación en que existen muchos créditos de corto plazo, aumen-

ta la carga financiera de las empresas y esta mayor debilidad restringe aún más su acceso al crédito.

Por otro lado, la devaluación también agrava la situación financiera de los bancos porque, por una parte, muchos de ellos tienen deuda denominada en dólares y, por otra, el deterioro en la situación de las empresas locales se traduce en un deterioro adicional en su cartera crediticia. Este impacto negativo sobre los bancos refuerza el círculo vicioso al ponerlos en una situación aún más difícil para otorgar créditos. Finalmente, como señala Mishkin (1999), hay una ruptura en el funcionamiento de los mercados financieros, que cesan de cumplir su función de transferir fondos hacia las oportunidades de inversión productivas.

Otro factor que desempeñó un papel central tanto en la crisis del "efecto tequila" como en la crisis asiática fue la vulnerabilidad de las economías con una deuda de corto plazo muy alta en relación con sus reservas internacionales. A este respecto, Furman y Stiglitz (1998) resaltan un dato que hace sospechar de la importancia de este factor, a reserva de hacer un análisis más completo posteriormente: solamente tres de once países analizados con tasas de deuda de corto plazo a reservas mayores a uno a fines de 1996 escaparon de la crisis asiática al año siguiente.¹⁷

Radelet y Sachs (1998) también subrayan la importancia de esta variable. Al examinar los casos de México y Argentina durante la crisis de 1994-1995, encuentran que la razón de la deuda de corto plazo que tenían los dos países en relación con sus reservas internacionales alcanzó en 1994 un rango que las hacía vulnerables. También mencionan que esta crisis no necesariamente se tiene que manifestar como una crisis de deuda pública; pues, si bien éste fue el caso de México con los tesobonos, no fue el de Argentina, donde fueron los bancos los que enfrentaron problemas para refinanciarse. Allí, la crisis se manifestó como una crisis de deuda bancaria. En la crisis asiática, la deuda total de corto plazo con los bancos internacionales superó las reservas internacionales en Indonesia, Corea y Tailandia, y en ninguno de estos países el gobierno era el principal deudor. En Indonesia lo era el sector privado no bancario y, en Corea y Tailandia, el sector financiero. En Tailandia, conviene resaltar la creación del Centro Bancario de Bangkok (Bangkok International Banking Facility) en 1992, en un intento por competir con Singapur y Hong Kong como centro financiero regional. Este Centro Bancario favoreció la recepción y otorgamiento de préstamos

¹⁷ Furman y Stiglitz (1998), Sachs, Tornell y Velasco (1996) y Radelet y Sachs (1998), entre otros, presentan evidencia econométrica más completa de la relevancia de esta variable o de variables similares.

en moneda extranjera, tanto locales como externos, y en particular atrajo capitales de corto plazo Furman y Stiglitz (1998).

Una forma de ver por qué puede ser tan importante la deuda de corto plazo en relación con las reservas es acudiendo a los modelos de crisis financieras de profecías autorrealizables, que tienen su origen teórico en el trabajo pionero de Diamond y Dybvig (1983). La idea central en estos modelos, aplicados al caso de las crisis financieras de las economías emergentes, es que, a pesar de que un país tenga obligaciones financieras menores que su capacidad para enfrentarlas, puede ocurrir una crisis financiera si las obligaciones que vencen en el corto plazo son menores que los recursos con que puede contar la economía para pagarlos en condiciones normales de funcionamiento en ese plazo. Cuando esto ocurre, si todos los acreedores deciden refinanciar sus créditos, la economía puede seguir funcionando en forma normal y eventualmente cubrir los créditos que adeuda. Pero si todos los acreedores decidieran no refinanciar sus créditos, el país no podría cumplir con sus obligaciones en el plazo establecido. Si cada acreedor individual es demasiado pequeño para cubrir las obligaciones que vencen en el corto plazo, esto ocasionará una crisis financiera. (Si hubiera un acreedor suficientemente grande podría prestarle al país a una tasa ventajosa para ambos y evitar la crisis, pues el problema del país es sólo de liquidez y no de solvencia.) Este tipo de crisis ocurren no porque los prestamistas piensen que la economía del país no podrá generar los recursos para pagarles debido a un manejo inadecuado, sino porque creen que otros prestamistas retirarán sus recursos y no habrá reservas para pagarles a todos, lo que ocasionará, entonces sí, un colapso de la economía.

Los principios básicos que generan estas crisis son los mismos que generan las corridas bancarias. Los bancos por su propia naturaleza transforman depósitos de corto plazo en préstamos de largo plazo. Por eso puede ocurrir que un banco financieramente sólido sufra una corrida bancaria si un número suficientemente alto de depositantes quiere retirar sus recursos de inmediato. Para prevenir esta situación, el banco central actúa como prestamista de última instancia. Ello evita este tipo de crisis porque, con la confianza de que el banco central tiene este rol, los depositantes no acuden a retirar sus recursos presas del pánico. Sin embargo, cuando hay depósitos denominados en moneda extranjera, el banco central no puede proveer la liquidez necesaria a los bancos locales, porque sólo cuenta con sus reservas internacionales para apoyarlos ante una retirada masiva de fondos en moneda extranjera.

Sachs, Tornell y Velasco (1996) encuentran sustento econométrico del poder explicativo de las variables anteriores en la crisis del "efecto tequila". Primero desarrollan un modelo teórico en que, para determinar la salud

de los “fundamentos” de la economía, consideran la posible sobrevaluación del tipo de cambio y la solidez del sistema bancario. Argumentan que las economías con fundamentos sólidos, definidos de esta manera, no caerán presas de los “contagios” durante las crisis, porque los inversionistas racionalmente decidirán no abandonarlas. En el caso de las economías con problemas en sus fundamentos, la liquidez representara un papel crucial. En efecto, si una economía en esta situación tiene reservas internacionales altas en relación con su deuda de corto plazo (o, más generalmente, a una medida de las salidas de capital eventuales), una retirada masiva de inversiones se traducirá en una pérdida de reservas, pero no en una devaluación. Considerando que no habrá devaluación, sin embargo, los inversionistas deciden no retirar sus fondos. Los resultados empíricos para una muestra de veinte economías emergentes¹⁸ con relativa facilidad de inversión extranjera en valores y otros instrumentos financieros confirman la validez del análisis teórico, pues el modelo predice adecuadamente el desempeño de estas economías durante el periodo en que se registró el “efecto tequila”.

MEDIDAS PREVENTIVAS

Las recomendaciones tradicionales de que un país no puede vivir por encima de sus posibilidades siguen siendo válidas. Así, es importante vigilar que el déficit público y el déficit en cuenta corriente se mantengan en niveles sustentables. Estos fueron ingredientes básicos de las crisis de deuda “tradicionales” como las de México en 1976 y 1982.

Sin embargo, la experiencia reciente muestra que unas finanzas públicas sólidas y unas cuentas externas prudentes no son suficientes para prevenir crisis financieras. La inestabilidad de los mercados financieros internacionales puede ocasionar problemas graves incluso a países con las características anteriores.

Además de vigilar los flujos de la economía, debe prestarse atención a la composición de sus acervos. Se pueden presentar diferentes tipos de desajustes. Entre ellos, uno crucial es el desajuste entre la madurez de las inversiones y la madurez de los instrumentos financieros que las financian. Este desajuste generalmente aparece bajo la forma de deuda con una estructura de maduración más corta que las inversiones que financia, lo que puede dar lugar a una crisis de liquidez. Esta crisis puede ocasionar que, aunque el valor de los activos financiados por la deuda sea mayor que las obligaciones fi-

¹⁸ En particular, esta muestra incluye a Argentina, Corea, Chile, Filipinas, Malasia y México (entre otros).

nancieras a que han dado lugar, el deudor no sea capaz de pagar con la rapidez establecida en el contrato. Un indicador que se ha mostrado útil para examinar la vulnerabilidad de un país a este tipo de crisis es el cociente de la deuda de corto plazo entre las reservas. Como Furman y Stiglitz (1998) mencionan, además de que esta variable es frecuentemente citada como una de las causas de la crisis mexicana de 1994-1995, su habilidad para predecir las crisis de 1997 es sobresaliente.

Una variable relevante en la explicación de las crisis –tanto las “tradicionales” como las de los noventa– es el comportamiento de la tasa de cambio real. Una apreciación del tipo de cambio real con respecto a su tendencia es una señal de vulnerabilidad de la economía. De hecho, es una de las variables que en algunos modelos Sachs, Tornell y Velasco (1996) prueba ser una de las mejores formas de medir los “fundamentos” de la economía.

La solidez del sistema bancario es importante. En particular, la calidad de la cartera de las instituciones financieras es crucial. Una amplia expansión de crédito en un periodo muy corto después de una liberalización financiera no es recomendable, pues, dada una capacidad limitada de análisis en el otorgamiento de créditos y de supervisión bancaria, se traducirá en un empeoramiento en la calidad de los activos bancarios. Numerosos estudios confirman econométricamente que la existencia de un *boom* en el otorgamiento de créditos es una variable fundamental para explicar la vulnerabilidad de las economías a sucumbir a una crisis. En particular, para ver por qué unas economías sucumbieron al “efecto tequila” en 1995, mientras que otras no lo hicieron, algunos estudios encuentran que esta variable es, junto con la apreciación del tipo de cambio, la que mejor representa los “fundamentos” de la economía.

Vale la pena tener presentes varios indicadores de mercados como señales de “alarma” ante el acercamiento de una crisis financiera. Su deterioro exige plantearse posibles ajustes, pero una enseñanza de las crisis de los noventa es que este deterioro no necesariamente precede a las crisis.

Un primer indicador son las calificaciones de la calidad crediticia otorgadas por las agencias internacionales que a ello se dedican, entre las que sobresalen Moody's, Standard & Poor y Fitch. Conviene subrayar, sin embargo, que estas calificaciones se refieren al riesgo de que no se paguen las obligaciones financieras en los términos inicialmente pactados, y no incluyen riesgos de crisis cambiarias.

Un segundo indicador es el comportamiento del margen de las tasas de interés (*spread*) al que un país puede conseguir prestado. Un aumento en este margen implica una pérdida de confianza en la capacidad o voluntad de cumplimiento del contrato de préstamo por parte del prestatario.

Un tercer indicador es un acortamiento en los plazos de vencimiento de la deuda que se puede contratar, o un cambio en la denominación de tal deuda. Así, el hecho de que para refinanciar la deuda tengan que contratarse periodos de maduración más cortos o emisión en dólares indica que los mercados asignan más riesgo o ven más vulnerable al país en cuestión. Este tercer indicador es el que tuvo un mejor desempeño como predictor de las crisis en los noventa.

En suma, algunas características en el ámbito interno que un país debe procurar reunir para alejar el riesgo de una crisis incluyen la existencia de finanzas públicas sólidas, cuentas exteriores prudentes y tipos de cambio no sobrevaluados. A estas recomendaciones “tradicionales” debemos agregar la existencia de un sistema financiero también sólido y la ausencia de desajustes en la maduración y la denominación de activos y pasivos que generen problemas de liquidez. En este último punto se enmarcan muchas de las propuestas para restringir los movimientos de algunos tipos de capital.

Existen además medidas encaminadas a modificar de diversas maneras la forma en que operan los mercados financieros internacionales. Consideraremos dos de tales medidas:¹⁹ la incorporación de cláusulas de acción colectiva en los contratos de deuda y el establecimiento de una normatividad internacional que impida la “estampida” de capitales. La primera tiene posibilidades de llevarse pronto a la práctica; la segunda, en la actualidad, sirve sobre todo para tener un marco analítico de donde puedan surgir propuestas de más fácil realización. Estas medidas combaten el riesgo de que las crisis ocurran como “profecías autorrealizables”. Las crisis de esta naturaleza pueden ocurrir porque la elección racional de un acreedor, considerado individualmente, entre refinanciar o no refinanciar a un deudor cuando vence su deuda depende crucialmente de la expectativa de lo que harán los demás acreedores. Bajo la expectativa de que los demás acreedores no refinanciarán la deuda, el acreedor individual tiene el incentivo de no refinanciar su deuda individual tampoco: la decisión de los demás acreedores sumirá al deudor en una crisis financiera independientemente de su decisión individual, y si él aisladamente refinanciara su parte de deuda solamente se aseguraría de no recuperar los fondos prestados inicialmente. Como cada acreedor individual está en la misma situación, la mera expectativa de que los demás acreedores se nieguen a refinanciar los préstamos ocasiona que efectivamente nadie quiera refinanciar. Las expectativas adversas producen el acontecimiento esperado. La crisis es una “profecía autorrealizable”.

¹⁹ La presentación de estas medidas descansa de manera importante en Lukonga (2002).

Las cláusulas de acción colectiva tratan de evitar el problema anterior poniendo límites a la capacidad de los acreedores individuales de vetar arreglos de modificación de las condiciones iniciales de pago de la deuda. Así, a un acreedor individual se le puede imponer la modificación de las condiciones de pago inicialmente pactadas si una mayoría –especificada en el contrato– de los demás acreedores aprueban tales condiciones. De esta manera, si un país enfrenta problemas de liquidez, basta con conseguir la aprobación de la mayoría especificada en el contrato para cambiar las condiciones de pago y evitar una crisis. La modificación de las condiciones en que los acreedores tienen derecho a reclamar sus pagos se hace con el propósito de evitar una “carrera” por retirar los recursos del país.

Hay dos inconvenientes importantes en estas cláusulas. Primero, se aplica sólo para una emisión individual. Por eso, el país necesitaría una mayoría calificada de acreedores para reestructurar cada bono. Segundo, puesto que estas cláusulas se aplican únicamente a las nuevas emisiones, sus beneficios se pueden incorporar sólo gradualmente, conforme los instrumentos de deuda que maduran son reemplazados por unos nuevos.

Una objeción adicional comúnmente señalada contra estas cláusulas es que su inclusión en los instrumentos de deuda implicaría costos mucho más altos para los países que las utilicen. Para sopesar esta objeción, debe considerarse primero que los bonos emitidos bajo la ley inglesa normalmente incluyen estas cláusulas. Lo que ocurre es que la mayoría de los bonos (no todos) se rigen por la ley de Nueva York, que especifica que *todos* los acreedores deben aprobar cualquier modificación a las condiciones de pago inicialmente pactadas. Pero no existe evidencia²⁰ de que los mercados valoren menos los bonos (que son los menos) emitidos bajo la ley inglesa. Recientemente²¹ ha habido tres emisiones de bonos soberanos en el mercado neoyorquino –de México, Brasil y Sudáfrica– con este tipo de cláusulas. La colocación de estos bonos no supuso condiciones más desventajosas –en términos de sobretasas– para los países emisores, por lo que al menos esta experiencia inicial indicó que los temores previos eran infundados.

Un enfoque más integral para evitar que los acreedores de un país se enfraquen en una “carrera” por retirar sus capitales y generen así una crisis parte de establecer una normatividad internacional. Diversos académicos han propuesto medidas de esta naturaleza haciendo una comparación con las leyes de quiebras en el ámbito nacional. La utilidad principal de estas propuestas es, en la actualidad, generar un marco de análisis de donde pue-

²⁰ Véase Lukonga (2002).

²¹ Véase *Finance & Development*, vol. 40, núm. 2, junio de 2003, p. 4.

dan surgir otras de más fácil realización. Las implicaciones de tal normatividad son complejas y requieren analizarse desde distintas disciplinas.

CONCLUSIONES

En plena época de globalización, alrededor de 1990, los flujos de capital hacia los países en desarrollo tuvieron un crecimiento vertiginoso. Aunque estos recursos financieros pueden, en principio, ser un instrumento útil para incrementar el bienestar de los países receptores, pueden también ser fuente de inestabilidad y estar asociados a crisis financieras. En este artículo hemos examinado dos de estas crisis: la del "efecto tequila" en 1994-1995 y la crisis asiática de 1997. Hemos encontrado que estas crisis difieren de otras anteriores ligadas a políticas fiscales expansivas, como las de México en 1976 y 1982. Hemos examinado varios factores que contribuyeron a generarlas, entre los que destacan sobrevaluaciones de las monedas locales, liberalizaciones financieras seguidas de rápidas expansiones crediticias y, sobre todo, desajustes entre la madurez de las inversiones y la madurez de los instrumentos que las financian, que derivan en problemas de liquidez. El cociente de deuda de corto plazo a reservas es un indicador de estos problemas que ha probado ser un notable predictor de las crisis financieras recientes.

Con la perspectiva de las enseñanzas de las crisis de los noventa, hemos examinado diversas medidas preventivas que pueden tomar los gobiernos en los ámbitos nacionales y algunas propuestas recientes para modificar la forma en que operan los mercados financieros internacionales.

Referencias

- Agenor, Pierre-Richard (1997), "Borrowing Risk and the Tequila Effect", IMF, *Working Paper* 97/86.
- Bazdresch, C. y S. Levy (1992), "Populismo y política económica en México, 1970-1982", en R. Dornbusch y S. Edwards (comps.), *La macroeconomía del populismo en América Latina*, Fondo de Cultura Económica, México.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1993), "Capital Inflows to Latin America: The Role of External Factors", IMF, *Staff Papers*, vol. 40, núm. 1.
- (1996), "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, núm. 2.

- Chuhan, Punam, Stijn Claessens y Nlandu Mamingi (1993), "Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of External and Domestic Factors", World Bank, mimeo.
- Demirgu-Kunt, Asly y Enrica Detragiache (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF, *Working Paper* 98/83.
- Diamond, Douglas y Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, núm. 3.
- Dornbusch, Rudiger y Alejandro Werner (1994), "Mexico: Stabilization, Reform, and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Furman, Jason y Joseph Stiglitz (1998), "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", *Brookings Papers on Economic Activity*, 2.
- Hernández Trillo, Fausto (2003), *La economía de la deuda. Lecciones desde México*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems", *American Economic Review*, vol. 84, núm. 4.
- Lukonga, Inutu (2002), "Riding Out the Storm", *Finance and Development*, vol. 39, núm. 4.
- Mishkin, Frederic S. (1999), "Lessons from the Asian crisis", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, núm. 4.
- Mulder, Christian (2002), "Assesing the Dangers", *Finance and Development*, vol. 39, núm. 4.
- Ortíz, Guillermo (1994), *La reforma financiera y la desincorporación bancaria. Una visión de la modernización de México*, México, Fondo de Cultura Económica.
- Radelet, Steven y Jeffrey D. Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Sachs, Jeffrey D., Aarón Tornell y Andrés Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.