



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

PROGRAMA DE POSGRADO EN ECONOMÍA

FACULTAD DE ECONOMÍA

**CAPITAL ESPECULATIVO Y CRISIS BURSÁTIL
EN AMÉRICA LATINA.**

CONTAGIO, CRECIMIENTO Y CONVERGENCIA.

(1993 - 2005)

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL GRADO DE:

DOCTOR EN ECONOMÍA

CAMPO DE CONOCIMIENTO:

ECONOMÍA FINANCIERA

PRESENTA:

SAMUEL IMMANUEL BRUGGER JAKOB

DIRECTOR DE TESIS:

DR. EDGAR ORTÍZ CALISTO



CIUDAD UNIVERSITARIA, 2010

大
長
今

누가 고독을 지식과 행복을 찾을 수 있는 유일한 방법은 나에게 가르쳤다.

Índice de contenido

Índice de contenido.....	i
Índice de gráficas.....	ii
Índice de cuadros.....	iii
Siglas y acrónimos.....	iv
Introducción.....	v
Capítulo 1. Capital especulativo y su desarrollo en América Latina.....	1
1.1. Capital especulativo y su praxis histórica: El capital productivo y el capital financiero.....	1
1.2. Mundialización del capital y gobernanza financiera.....	15
1.2.1. El capitalismo de la posguerra y su gobernanza financiera: impacto en América Latina.....	16
1.2.2. La ruptura de Bretton Woods y su impacto en América Latina.....	19
1.2.3. Los inicios de la nueva gobernanza financiera: el “Consenso de Washington”.....	23
1.2.4. Las políticas del FMI, su caída y los nuevos conceptos de sistemas financieros mundiales.....	25
1.3. Liberalización y privatización en América Latina y sus repercusiones.....	29
1.4. La economía política de la inversión de cartera y los inversionistas institucionales en los mercados emergentes de América Latina.....	39
Capítulo 2. Mundialización y contagio financiero: su modelización teórica.....	46
2.1. Teorías y modelos de crisis financieras y sus limitantes.....	47
2.1.1. Modelos de primera generación.....	48
2.1.2. Modelos de segunda generación.....	49
2.1.3. Modelos de tercera generación o empíricos.....	50
2.2. Las teorías del contagio financiero.....	52
2.2.1. El contagio y la diversificación internacional.....	54
2.2.2. El contagio y el comportamiento de los inversionistas.....	58
2.2.3. Calificadoras y el efecto contagio.....	60
2.2.4. Contagio bursátil vs. contagio de tipo de cambio.....	66
2.3. El capital especulativo, el contagio y su impacto en las bolsas latinoamericanas.....	68
2.3.1. Fugas de capital especulativo y el contagio bursátil.....	70
2.3.2. El contagio financiero provocado por la “corrida” de capitales extranjeros.....	74
2.3.3. El contagio y la conversión de las inversiones locales a divisas extranjeras.....	80
Capítulo 3. Teorías y modelos de convergencia y desarrollo.....	82
3.1. Desarrollo, mundialización y el debate de la convergencia.....	84
3.1.1. Crecimiento y desarrollo en la economía clásica.....	87
3.1.2. Crecimiento y desarrollo en la escuela neoclásica y marxista.....	88
3.1.3. El debate a partir de la Gran Depresión.....	90
3.1.4. Mercados financieros, bolsas de valores y su rol en la convergencia y el desarrollo.....	97
3.2. Modelos de convergencia.....	100
3.2.1. Convergencia absoluta.....	101
3.2.2. Convergencia sigma.....	104
3.2.3. Convergencia condicional.....	106
3.2.4. Convergencia condicional y las bolsas de valores.....	108
3.2.5. La crítica a los modelos de convergencia.....	111
Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina.....	113
4.1. América Latina antes del efecto contagio bursátil latinoamericano (1980-1994).....	113
4.2. Bolsas de valores y los efectos de las entradas y salidas de los flujos de capital.....	120
Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real.....	129

5.1. Mercados bursátiles y su relación con la economía real: estado del arte.....	129
5.2. Origen de las series financieras y sus características.....	136
5.2.1. Estadísticas básicas.....	138
5.2.2. Análisis de raíces unitarias.....	144
5.2.3. Análisis de cointegración.....	149
5.2.4. Mecanismo de corrección de error (MCE)	154
5.3. Modelación de la relación de las series de las bolsas latinoamericanas con la economía real.....	156
5.3.1. Causalidad de Granger.....	157
5.3.2. Vectores autoregresivos.....	159
5.3.3. Análisis impulso-respuesta.....	164
5.3.4. Análisis de descomposición de la varianza.....	167
5.4. La modelación del contagio bursátil: el coeficiente de correlación lineal	169
5.5. Efecto contagio y su impacto en la economía real y en las variables financieras: el tipo de cambio y la tasa activa.....	174
5.5.1. Análisis de la variable contagio con los rendimientos bursátiles.....	175
5.5.2. Análisis de la variable contagio con las tasas de crecimiento del PIB.....	176
5.5.3. Efecto contagio y su impacto en variables financieras: el tipo de cambio y la tasa activa.....	177
5.5.3.1. La política heterogénea de la política de tipo de cambio en la Latinoamérica neoliberal	179
5.5.3.2. Análisis estadístico de las variables de tipo de cambio y tasa activa mediante Logit y Probit.....	182
5.6. Panel de convergencia condicional.....	184
5.6.1. Convergencia condicional tradicional.....	186
5.6.2. Convergencia condicional con bolsa de valores.....	187
5.6.3. Convergencia condicional y el contagio.....	188
5.7. Conclusiones de los modelos econométricos.....	189
Capítulo 6. Resumen y conclusiones.....	193
6.1. Resumen.....	193
6.2. Recomendaciones.....	203
6.3. Agenda para investigaciones futuras.....	207
Bibliografía.....	213
Libros como coordinador, compilador, etc.....	213
Tesis, Tesinas, especialidad, etc.....	218
Artículos de revistas especializadas y papeles de trabajo.....	218
Páginas web.....	225

Índice de gráficas

Gráfica 1: Índice de desarrollo bancario 1985-1995.....	30
Gráfica 2: Índice de desarrollo del mercado accionario 1985-1995.....	32
Gráfica 3: Activos financieros totales.....	35
Gráfica 4: Capitalización del Mercado Bursátil (% PIB).....	36
Gráfica 5: Flujos de capital a economías emergentes (US\$ miles de millones).....	38
Gráfica 6: Flujos de capital neto a los países del Sur como porcentaje del PIB.....	43
Gráfica 7: Flujos de capitales privados netos en miles de millones de dólares hacia todos los países en desarrollo.	55
Gráfica 8: Convergencia absoluta.....	102
Gráfica 9: Sigma convergencia en el PIB per cápita (1970 – 2000).	106
Gráfica 10: Convergencia condicional.....	107

Gráfica 11: Entradas de flujos de portafolios en miles de millones de dólares en América Latina (1993-2002).	111
Gráfica 12: Desarrollo de instrumentos de deuda y capital en los países desarrollados y en vías de desarrollo.	120
Gráfica 13: PIB mensual de las principales economías latinoamericanas (1993 = 100).	137
Gráfica 14: Relación entre PIB mensual e índice bursátil mensual (1993 = 100).	138
Gráfica 15: Círculo de raíces características.	164
Gráfica 16: Análisis impulso-respuesta de los rendimientos de las bolsas y las economías latinoamericanas.	166
Gráfica 17: Índices bursátil en moneda original y en dólares.	181

Índice de cuadros

Cuadro 1: Convergencia absoluta en América Latina entre niveles de PIB nacional real per cápita y tasas de crecimiento promedio anual, 1960-1998.	103
Cuadro 2: Variación promedio del tipo de cambio real.(promedio 1978-1980 = 100).	114
Cuadro 3: Tasa de crecimiento de América Latina (1978-1994).	114
Cuadro 4: Inflación en Estados Unidos, tasa preferencial y tasas de interés reales, 1972-1976 y 1980-1983.	115
Cuadro 5: Tasa de inflación anual (1978-1994).	116
Cuadro 6: Saldos del balance de pagos comercial en cuenta corriente y en cuenta de capitales (porcentajes del PIB).	116
Cuadro 7: Balance del sector público a precios corrientes (Porcentaje del PIB).	117
Cuadro 8: Inversión Extranjera Directa por instrumentos (1985-1993).	118
Cuadro 9: Afluencia neta de capitales (promedio anual).	119
Cuadro 10: Formación bruta de capital fijo (1978-1994).	119
Cuadro 11: Flujos netos de capital financiero en América Latina durante 1990-2002 (millones de dólares).	122
Cuadro 12: Número de empresas en las bolsas latinoamericanas.	123
Cuadro 13: Los 10 mejores mercados bursátiles según su desempeño en dólares en 1991 (en porcentajes).	124
Cuadro 14: Estadísticas descriptivas mensuales del PIB de los cuatro países.(1993 = 100).	139
Cuadro 15: Estadísticas descriptivas de las bolsas de valores latinoamericanas (1993 = 100).	140
Cuadro 16: Estadísticas descriptivas mensuales de la tasa de crecimiento del PIB de los cuatro países.(1993 = 100)	142
Cuadro 17: Estadísticas descriptivas de los rendimientos de las bolsas de valores latinoamericanas (1993 = 100).	143
Cuadro 18: Raíces unitarias de series bursátiles originales en niveles.	147
Cuadro 19: Raíces unitarias de series bursátiles en primeras diferencias.	148
Cuadro 20: Raíces unitarias de series de PIB mensual en niveles.	148
Cuadro 21: Raíces unitarias de series de PIB en primeras diferencias.	149
Cuadro 22: Análisis de los rezagos de las series originales mediante ADF.	152
Cuadro 23: Cointegración con un VAR mediante Johansen.	153
Cuadro 24: Análisis de los rezagos de las tasas de rendimientos mediante ADF.	154
Cuadro 25: MCE entre las tasas de crecimiento del PIB y del índice bursátil.	155
Cuadro 26: Resultados de prueba de causalidad de Granger.	159
Cuadro 27: Definición de rezagos para el VAR.	162
Cuadro 28: Pruebas de especificación correcta del VAR.	163
Cuadro 29: Descomposición de la varianza de la tasa de crecimiento del PIB y de los rendimientos bursátiles.	168
Cuadro 30: Error estándar de la tasa de crecimiento del PIB y de los rendimientos bursátiles.	169
Cuadro 31: Correlación con la crisis mexicana.	172
Cuadro 32: Correlación con la crisis brasileña.	172
Cuadro 33: Correlación con la crisis argentina.	173
Cuadro 34: Resumen de periodos de contagio.	174
Cuadro 35: Análisis Logit y Probit entre contagio bursátil y rendimiento bursátil.	175
Cuadro 36: Análisis Logit y Probit entre contagio bursátil y tasas de crecimiento del PIB.	177

Cuadro 37: Análisis de la significancia de la tasa activa.....	182
Cuadro 38: Análisis de la significancia del tipo de cambio.....	183
Cuadro 39: Convergencia condicional tradicional.....	186
Cuadro 40: Convergencia condicional con bolsa de valores.....	187
Cuadro 41: Convergencia condicional y el contagio financiero.....	188

Siglas y acrónimos

ARD	American Depositary Receipts
BID	Banco Interamericano de Desarrollo
BIRD	Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento
BM	Banco Mundial
BOVESPA	Índice bursátil de la Bolsa de Valores de Sao Paulo
CEPAL	Comisión Económica para América Latina y el Caribe
FMI	Fondo Monetario Internacionales
FOREX	Foreign Exchange
GATT	Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio
GDR	Global Depositary Receipts
IDH	Índice de Desarrollo Humano
IED	Inversión Extranjera Directa
IFC	International Financial Corporation
IIF	Institute of International Finance
IPGA	Índice General de Precios de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago
IPyC	Índice de Precios y Cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores
MERVAL	Índice bursátil del Mercado de Valores de Buenos Aires
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NYSE	New York Stock Exchange
OCDE	Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico
PNUD	Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo
S&P	Standard & Poor's Ratings Group
SEC	US Securities and Exchange Commission
SFI	Sistema Financiero Internacional
SME	Sistema Monetario Europeo
TIC	Tecnologías de Información y Comunicación

Introducción

Lo que sabemos acerca de las crisis financieras mundial
es que no sabemos mucho.

Paul A. Samuelson

Las crisis financieras no son un fenómeno reciente; siempre han estado presentes pero su ocurrencia e intensidad ha sido mayor desde la creación de las bolsas de valores. Un recuento de ellas se encuentra en Kindleberger (1991), quien menciona que en las últimas décadas del siglo pasado al igual que en la primera del presente siglo se generaron con mayor frecuencia e intensidad, en especial desde la crisis mexicana de 1994/1995. En el mundo, en sólo ocho años (1994 a 2002) hubo seis crisis mayores: en México (1994/1995), en el Sudeste asiático (1997), en Rusia (1998), en Brasil (1999), en Turquía (2001) y en Argentina (2001/2002). Todas ellas se produjeron en países del Sur Global.¹ Una diferencia sustantiva de estas crisis, a diferencia de las estudiadas por Kindleberger (exceptuando la crisis de 1987), es que la nueva arquitectura financiera internacional ha generado un efecto de co-movimientos denominado “contagio”² en la literatura sobre el tema.

Estos co-movimientos comenzaron a raíz de la implementación por parte de los inversionistas de lo que se considera un hito en la teoría financiera: la teoría de portafolios. En los años cincuenta del siglo pasado, Markovitz demostró que la correlación entre los rendimientos de las acciones constituye una buena estrategia para lograr la diversificación y optimización de un portafolio. Desde entonces, las correlaciones entre los rendimientos de las acciones se han considerado un factor decisivo para minimizar el riesgo y maximizar los rendimientos; dicho de otra manera, este y los modelos subsiguientes tratan de maximizar el rendimiento para un nivel determinado de riesgo de portafolios tanto financiero como real. De esta manera los inversionistas comenzaron a diversificar sus portafolios con diversos tipos de valores y diversos mercados. Esto constituye una diferencia sustancial de la

1 En esta investigación se entiende por Sur Global al conjunto de los países que no pertenecen al grupo de países desarrollados. De manera práctica, se define a los países del Norte Global como las naciones en donde se toman las decisiones y de y hacia donde fluyen los flujos de capital, y a los países del Sur Global como las naciones que buscan atraer dichos flujos a toda costa.

2 En la presente investigación se define el contagio como el aumento de las correlaciones entre dos o más países durante "tiempos de crisis" en relación a las correlaciones medidas en "tiempos tranquilos". Es decir, el contagio solamente sucede si se observa un incremento de la correlación de dos mercados o países durante un periodo específico y luego vuelve a disminuir al estado original.

primera era de la globalización financiera en la cual se invertía prácticamente en una sola empresa.³ Los mercados emergentes se volvieron relevantes principalmente porque ofrecían rendimientos más altos sin tener riesgos excesivos. Los mercados emergentes, sin embargo, carecían de transparencia y eso fomentó la asimetría en la información. La mayoría de los inversionistas institucionales invertían en regiones más que en países, por lo que una noticia no afectaba sólo al país de donde surgía sino a toda la región.

En América Latina la regionalización se produjo principalmente porque todos los países aceptaban como verdad única la perspectiva occidental universalista del mundo y del modelo de desarrollo. Así, durante los años ochenta del siglo XX las sociedades latinoamericanas debido a la crisis del endeudamiento externo aceptaban sin el menor cuestionamiento los consejos de las instituciones económicas internacionales, como el Banco Mundial (BM), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID), el Fondo Monetario Internacional (FMI), etc. Poco tiempo después, las instituciones propagaron un nuevo modelo de desarrollo para resolver la crisis, la pobreza y otros males del mundo a través del Consenso de Washington. La homogeneidad latinoamericana, en buena medida, es producto de la creencia, desde la imposición del catolicismo hasta el Consenso de Washington, en que el bien se debía buscar en el exterior. Sin embargo, los modelos de desarrollo económico basados en la economía de mercado y en la mundialización de la economía –es decir, la apertura total de los mercados de bienes y financieros de los países subdesarrollados, junto con la restricción a la intervención social del Estado– son producto de la ideología anglosajona; no obstante, todo ello no es más que el reflejo del bien prometido por el mesianismo cristiano (Maffesoli, 2005). Los pensadores latinoamericanos en el ámbito de la economía siguen reflexionando con base en este “modelo universal”, y todavía se obstinan en adaptar un modelo proveniente de otra cultura –principalmente del cristianismo protestante– al pie de la letra.

En la presente investigación se medirá el impacto del modelo de segunda generación llamado “Efecto Contagio” que ha instrumentado el capital especulativo. La principal ventaja de tal modelo es que va más allá de la simple medición de la crisis en un país en específico, permitiendo entender cómo esa crisis “contagia” –en un fenómeno parecido al efecto de una influenza– a las naciones vecinas. Se

3 El ejemplo más puro de esa época fue la Compañía de Mississippi y el Banco General de John Law en Francia y la Compañía de los Mares del Sur en Inglaterra.

dice que existe contagio si, a la aparición de una “mala noticia” en una entidad financiera, un mercado o un país le siguen efectos también adversos en otras entidades financieras, mercados o países. El enfoque dominante ha considerado el efecto de contagio como la manifestación de una disfunción de los mercados financieros, una especie de enfermedad que genera un comportamiento atípico respecto a la situación “normal”, gobernada por las decisiones de agentes que se guían por la información derivada de las variables fundamentales y el cálculo financiero racional (Vilariño, 2004). Sin embargo, nuevos enfoques han puesto en duda la racionalidad del agente, el cual está limitado en la interpretación de la información recibida, ya que cuando esta información lo llega a saturar no puede distinguir entre la información relevante y lo que se considera “ruido”. De esta manera, el contagio financiero puede ser originado por fenómenos irracionales tales como pánico financiero, conductas masivas, pérdida de confianza y aumentos en la aversión al riesgo (Dornbusch *et al.*, 2000).

Las crisis generadas por los contagios a finales del siglo XX y principios del presente han sido de menor intensidad que las crisis del siglo XIX, pero a diferencia de éstas las actuales han afectado a una mayor cantidad de países, algunas interrelacionadas y otros no. Las crisis bursátiles y los contagios han sido producto en gran medida del libre movimiento de capital especulativo y han tenido efecto particularmente en el desempeño de los mercados emergentes.⁴

Aunque existe una amplia literatura sobre el contagio y la forma de medirlo, se ha dejado de lado tanto el por qué del contagio como su impacto en la economía real. Incluso, los estudios empíricos del efecto de los mercados bursátiles son muy ambiguos. Esto se debe a que el análisis de los mercados financieros no ha tenido relevancia en las teorías del crecimiento económico y social. Estas carencias se derivan del axioma teórico dominante según el cual el dinero y el sistema financiero son considerados variables exógenas y, por consiguiente, no influyen en el proceso económico (Krüger, 2004). Con excepción de algunas críticas de la teoría neo-keynesiana (en específico, las de Stiglitz y Krugman), hasta el día de hoy no existe en la teoría del crecimiento y desarrollo económico una discusión enfocada en el estudio del impacto de estas crisis (Boris, 2004).

4 En el presente trabajo, por *capital especulativo* se entienden los fondos de capital que se desplazan fácilmente entre los países en respuesta a pequeños cambios en los rendimientos esperados. Comúnmente, también se le denomina “capital golondrino”.

Los efectos sociales y económicos, sin embargo, existen. En especial, son las clases medias y bajas las que sufren las consecuencias de estas crisis. Todas ellas han provocado un aumento significativo de la pobreza y de la polarización social, que ha conducido a conflictos políticos, religiosos y étnicos, así como al incremento de la criminalidad y de los flujos de migración, a la privatización de empresas estatales y recursos naturales, y a una redistribución del ingreso para sanear las instituciones bancarias, y ello llevó a la reducción de la inversión en educación pública, salud e infraestructura en general. Esto ocurrió de manera dramática durante la crisis argentina de 2001-2002, cuando la pobreza aumentó de un 5% a más del 50% en unos pocos meses. (Petras y Veltmeyer, 2002).

Hay varios argumentos sobre el porqué las crisis y los contagios en los mercados bursátiles ahuyentan a los inversionistas. Entre más inestable sea un mercado, más desconfianza causa entre los inversionistas, la diversificación internacional se restringe y se vuelve un mercado menos atractivo. Estudios recientes evidencian que los movimientos relativos en los índices bursátiles pueden cambiar el ingreso de una nación, ya que pueden afectar a las tasas de interés reales así como al tipo de cambio. Esto afecta al crecimiento económico en varias formas: primero, el capital financiero “huye” del país, lo cual origina una caída de los precios de los títulos financieros y empobrece a los ahorradores locales.⁵ Segundo, como la salida de capitales también significa una disminución de entradas de capital financiero, se complica el financiamiento de nuevos proyectos mediante Ofertas Públicas Iniciales (OPI), y ello reduce el crecimiento económico y la creación de empleo. Tercero, la salida de capitales propicia la devaluación de la moneda local, lo que encarece las importaciones y genera presiones inflacionarias. Cuarto, la salida de inversiones en cartera de títulos gubernamentales provoca un problema de financiamiento del déficit público, por lo que el Estado queda obligado a incrementar la tasa de interés y con ello generar una transferencia de los presupuestos destinados a la inversión pública hacia el pago de deuda pública.

La literatura actual sobre el crecimiento económico es extensa y continúa aumentando día con día. Una particularidad de las teorías del crecimiento económico es que van de la mano con las teorías del desarrollo. Sin embargo, el término “desarrollo” no ha sido definido nunca en forma exacta y, por lo tanto, no existe consenso entre los investigadores sociales acerca de su significado. La idea central en

5 Existe un amplio debate sobre los efectos del ahorro. Sin embargo, éstos quedan más allá del margen de la presente investigación, por lo que no se profundizará el tema.

los intentos de definirlo consiste en que se trata de un proceso mediante el cual se mejora la calidad de vida de la sociedad, es decir, constituye el mejoramiento del bienestar social (Altamirano *et al.*, 2005). La forma más sencilla para medir el desarrollo es mediante el PIB per cápita, aunque se acepta que son muchos los factores que mejoran la calidad de la vida y que no se incluyen en esa medición.

Aunque en las últimas décadas han aumentado los estudios sobre el impacto del sector bursátil en el crecimiento económico y en el desarrollo, aún no se compara con la cantidad de estudios que existen sobre el efecto de la banca. Además para los países en vías de desarrollo existen principalmente teorías que hacen referencia a la represión financiera, y casi todos con argumentos a favor de la liberalización. Siguen, pues, la línea de McKinnon (1973), quien concluye que la liberalización del mercado de capitales empuja a un correcto funcionamiento económico y a una apertura generalizada de la economía.

Por otro lado, uno de los modelos más comunes en la teoría del crecimiento económico –tanto en la teoría neoclásica⁶ como en la teoría neokeynesiana⁷– es la convergencia.⁸ Sin embargo, estos modelos han dejado fuera las variables de crisis financieras. De tal forma, se intentará hacer un estudio de convergencia con la introducción de variables de las crisis y de los contagios bursátiles. Con esto se puede medir en caso afirmativo con qué impacto y con qué duración influyen tales variables en la convergencia. Los modelos de convergencia, en especial los de convergencia condicional, miden en qué grado aumenta o disminuye la desigualdad que genera el impacto de alguna variable, lo que ayudará no sólo a medir la significancia de una crisis bursátil provocada por el capital especulativo, sino también a cuantificar el impacto.

6 Después del trabajo de Keynes, los análisis de la escuela keynesiana fueron nuevamente analizados mediante enfoques de la escuela económica clásica. La teoría macroeconómica resultante se llamó "síntesis neoclásica" y fue hegemónico el pensamiento macroeconómico por décadas, por lo menos hasta los años ochenta. Dentro de la escuela neoclásica hay varios economistas relevantes como lo son John Hicks, George Stigler, Milton Friedman y Robert Lucas.

7 La escuela neokeynesiana o neokeynesianismo ha sido uno de los paradigmas más visibles de la economía en las últimas décadas. El enfoque neokeynesiano surge de la síntesis entre las primeras ideas de John Maynard Keynes e ideas procedentes de la escuela neoclásica. El primer manifiesto de la teoría neokeynesiana fue la colección *New Keynesian Economics* en 1991 de Gregory Mankiw y David Romer. Otros neokeynesianos importantes son Joseph E. Stiglitz y Paul Krugman.

8 Se define como convergencia en este trabajo el hecho de que el PIB per cápita de distintos países termina en un estado estacionario. Esto se debe a que la tasa de crecimiento per cápita está inversamente relacionada con el nivel inicial del PIB per cápita, por lo que las economías pobres tendrán tasas de crecimiento más altas (Barro y Sala-I-Martin, 1992). Dentro de los modelos de convergencia existen varios como la absoluta, sigma y condicional. En este trabajo se considera tomar la condicional, lo cual indica que el estado estacionario está dado por la región que se estudia.

Existen varios modelos de convergencia; entre ellos, el de convergencia absoluta, por el cual se argumenta que los países pobres crecen –en términos de PIB per cápita– más rápido que los países ricos. Esto se debe a que la tasa de crecimiento per cápita está inversamente relacionada con el nivel inicial del PIB per cápita (Barro y Sala-I-Martin, 1991). Sin embargo, aunque una economía pobre crezca a tasas más altas que una rica, la desigualdad entre ellas puede mantenerse si ese crecimiento en la economía pobre no se expande hacia todos los sectores (Quah, 1993). Esta crítica evolucionó el modelo de convergencia para crear la convergencia sigma (σ), la cual afirma que la dispersión del ingreso per cápita real (σ = desviación estándar del logaritmo del ingreso per cápita real entre países o regiones) entre un grupo de economías tiende a caer con el tiempo, con lo que se reduce la desigualdad entre países o regiones (Altamirano *et al.*, 2005). Más importante aún, Barro y Sala-I-Martin (1991) observaron que el modelo de crecimiento no implica que los países pobres crezcan más rápidamente que los ricos, por lo que propusieron la convergencia condicional, en la cual se argumenta que el crecimiento del producto per cápita de un país tiende a declinar más mientras más cerca esté del estado estacionario de la región, en este caso el subcontinente latinoamericano.

En ese sentido, el objetivo principal de esta investigación consiste en analizar el efecto que tiene una fuga de capital especulativo en las economías latinoamericanas (específicamente, en Argentina, Brasil, Chile y México). Por tal motivo, se analizará primero el capital especulativo y su desarrollo en América Latina, para luego elaborar un estudio econométrico que permita cuantificar su impacto en el periodo neoliberal. También se examinará la evolución del capital especulativo desde sus orígenes y se analizará si a partir del Consenso de Washington América Latina ha sido más propensa y en qué medida a los flujos de capital golondrino. Asimismo, se buscará determinar el grado en que los contagios bursátiles han afectado a las variables macroeconómicas, la tasa de interés y el tipo de cambio, y por último, el efecto que tuvieron los contagios bursátiles latinoamericanos en el crecimiento económico y la convergencia condicional. Se estudiará el periodo 1993-2005 con el fin de incluir los tres efectos contagio ocurridos (tequila 1994-1996, samba 1998-1999 y tango 2001-2003). Debido a que se trata de un periodo de mucha turbulencia, es decir, alta volatilidad, se consideró ampliar el periodo hasta 2005 para así también poder analizar un periodo de baja incertidumbre.

La hipótesis se formula de la siguiente manera:

- H0: Las fugas de capital especulativo –medidas a través del contagio financiero– durante el periodo neoliberal han impactado de manera significativa en el bienestar social (PIB) y en el crecimiento de la economía real latinoamericana, lo que generó una divergencia⁹ condicional en la región.
- HA: Las fugas de capital especulativo –medidas a través del contagio financiero– durante el periodo neoliberal no han impactado de manera significativa en el bienestar social (PIB) y en el crecimiento de la economía real latinoamericana, y ello generó una divergencia condicional en la región.

La investigación está conformada por seis capítulos. En el primero se hace un recuento del capital especulativo y su praxis. Esto se considera relevante debido a que durante las últimas dos décadas del siglo XX en América Latina se inició un periodo de liberalización y privatización, conocido como “neoliberal”, en el que entraron grandes flujos de capital a la región, principalmente golondrino. En el siguiente capítulo se profundizó, mediante la presentación y el análisis de las teorías elaboradas en la materia, en el tema de las crisis y los contagios financieros y bursátiles. En el tercer capítulo se discuten las teorías del desarrollo y la convergencia. Para muchos autores, la teoría del desarrollo tiene una fecha de inicio: la declaración de Truman de 1949. Desde ese momento, a toda nación que no se sometiera al estándar europeo-estadounidense se le consideraba en subdesarrollo. Esto afectó de manera drástica a los países latinoamericanos, ya que en la mayoría de cuyas sociedades, existen grupos políticos y económicos que han adoptado una visión eurocentrista de la economía y que aceptaron cualquier recomendación externa casi como mandato divino. De tal manera, en el subcontinente latinoamericano se liberalizó el mercado financiero, por lo que entraron y salieron elevados montos de capital especulativo. Se creía, y así lo expresaba la mayoría de los teóricos, que ello iba a generar crecimiento y, por consiguiente, convergencia.

9 A diferencia de la convergencia, la divergencia dice que las economías se alejan del punto estacionario en vez de acercarse y por consiguiente volverse más igualitarias.

En el 4 capítulo se mostrarán los rasgos económicos y financieros de América Latina. En el capítulo 5 se hace el análisis empírico del efecto contagio en la economía real mediante distintos modelos econométricos. Se comienza con la causalidad de Granger para posteriormente pasar a un modelo de vectores autoregresivos. Posteriormente, se analiza su impacto en el tipo de cambio y en la tasa libre de riesgo, y se concluye el estudio econométrico con un modelo de panel para analizar el impacto del contagio en la convergencia condicional. Por último, en el capítulo 6 se presentarán las conclusiones y la aceptación o el rechazo de la hipótesis nula, así como una agenda de investigaciones futuras donde se mencionan preguntas que le surgieron al autor durante la presente investigación.

Capítulo 1. Capital especulativo y su desarrollo en América Latina

El problema fundamental es hallar un sistema social
que sea eficiente económicamente y moralmente.

J.M. Keynes

Desde la aparición del uso del dinero se ha condenado la generación de un rendimiento y en particular de un rendimiento excesivo con su uso. Tanto las religiones como la filosofía han condenado a la usura por ser antinatural, por hacer dinero con sólo prestarlo. El capital especulativo, por lo tanto, ha recibido la misma crítica desde el establecimiento de las primeras bolsas de valores.¹⁰ Así pues, consideramos indispensable hacer un breve recuento en la sección 1.1. de la praxis histórica del capital especulativo. Posteriormente, en la sección 1.2. se hace un recuento de la arquitectura financiera que se constituyó durante la Segunda Guerra Mundial y cómo ésta ha ido transformándose al paso de las décadas, con especial hincapié en Bretton-Woods y en el Consenso de Washington, para analizar en específico en qué medida ha sido afectada la América Latina por estos cambios. En la sección 1.3. se hace un análisis de las políticas de liberalización y privatización que impuso el sistema financiero internacional (SFI), así como de la eficiencia que tuvieron. En la sección 1.4., finalmente, se hace un recuento más específico sobre el capital especulativo y de la manera en que éste afectó a la periferia y a América Latina en particular.

1.1. Capital especulativo y su praxis histórica: El capital productivo y el capital financiero

Antes de hacer un recuento histórico sobre el capital financiero es necesario definirlo y diferenciarlo del capital productivo. Varios autores¹¹ han tratado el tema dándole diversas connotaciones –sobre todo al capital financiero–, algunos muy específicos y otros con definiciones más genéricas. En la presente tesis se toma una definición incluyente y genérica para abarcar globalmente el trato que se le ha dado al tema.

¹⁰ Las bolsas de valores negocian dos instrumentos financieros principalmente: la deuda y el capital social.

¹¹ Entre ellos se encuentran R. Hilferding, W. I. Lenin, P. Sweeze, G. Sandleben, etcétera.

Se entiende por capital financiero-productivo aquel que los agentes invierten esperando obtener una rentabilidad derivada de la actividad o actividades principales de la empresa. Expresado de otra forma, el inversionista espera que su aportación de capital en el circuito financiero genere una actividad productiva en el circuito real de la empresa lo que generará, dependiendo del instrumento, un pago de interés o rendimiento.

Por otro lado se define el capital financiero-especulativo como toda inversión dentro del circuito financiero que se realiza únicamente para obtener un rendimiento sin considerar el circuito real de la empresa.¹² Esto se puede dar tanto en el mercado de deuda como en el accionario. En el mercado se le considera usura, es decir, el cobro de un interés sin relación alguna con la actividad de la empresa. En el mercado accionario se trata de generar un rendimiento teniendo expectativas basadas en las expectativas de los demás agentes, o bien, esperando obtener un rendimiento al comprar o vender un producto financiero sólo porque se espera que los demás agentes reaccionen de alguna forma que influya en el precio del título financiero, es lo que Adam Smith denominó la “sobrenegociación”. De esta manera la rentabilidad generada por el capital financiero está desasociada del proceso productivo de la empresa.

De esta manera, depende principalmente del uso que le de el inversionista a su capital financiero. Tanto el préstamo bancario como el mercado de bonos y el accionario pueden ser usados para el capital financiero-productivo o capital financiero-especulativo. Desde el surgimiento del dinero se ha debatido esta cuestión, tratando de intervenir de distintas formas para que los inversionistas usen su capital como capital financiero-productivo. Por lo tanto, se consideró necesario hacer un recuento histórico en la presente investigación.

Ambas formas de capital financiero han sido generadoras de una amplia polémica desde los comienzos del uso del dinero. A través de la historia se ha entendido a la usura como la práctica de imponer al préstamo inicial un interés financiero. En tiempos recientes se le ha definido como la

12 De forma sencilla se podría definir como el hacer dinero mediante dinero.

práctica de imponer un interés o rendimiento por encima de un índice legal o socialmente aceptable.¹³ Se ha considerado que si pasa del índice legal o socialmente aceptable se vuelve especulación, hecho que a lo largo de su existencia se le ha condenado, prohibido, despreciado o restringido reiteradamente en los ámbitos moral, ético, religioso o legal. En el transcurso de los tiempos se le ha considerado una práctica antinatural y su antiquísima condena se ha enfocado en su búsqueda de un beneficio que trasciende lo económico.

Una diferencia relevante entre la usura y el capital bursátil es el momento de la especulación. Mientras que en la primera se conoce la tasa *ex-ante* con la que el rentista especula obtener flujos de caja –excesivos o no– continuos durante el tiempo en que presta su capital, en el capital bursátil el rendimiento es una función de las expectativas futuras de la empresa, es decir, de la especulación. Ésta suele desarrollarse en dos etapas. En la primera, la etapa sensata de inversión, los agentes “[...] responden a un desplazamiento de forma limitada y racional; en la segunda, las ganancias de capital juegan un papel dominante. El gusto se dirige en primer lugar hacia el interés elevado, pero esto pronto pasa a ser secundario. Aparece entonces el segundo apetito por las cuantiosas ganancias obtenidas al vender el principal” (Kindleberger, 1991:51).

Las referencias más antiguas al capital financiero se encuentran en los manuscritos religiosos indios. La primera se encuentra en los textos védicos de la India antigua (2000-1400 a.C.), donde repetidamente se relaciona al “usurero” con cualquier prestamista a interés. Tanto en los textos hinduistas sutra (700-100 a.C.) como en los jatakas budistas (600-400 a.C.) abundan las referencias al pago de interés que, con detalle, manifiestan desprecio por la práctica usurera. Por ejemplo, Vasishtha –legislador de la época– elaboró una ley que prohibía a las castas superiores de brahmanes y kshatriyas ser usureros o prestamistas a interés. En el sutra budista del Rugido del León se obliga al rey a redistribuir su riqueza de tal forma que promueva la actividad económica, permita a los pobres sobreponerse a su pobreza y llevar una vida honesta. Se le prohíbe así usar su riqueza para generar más riqueza. El término “usura”, es definido en las Leyes de Manu: “un interés estipulado más allá de la tasa legal no puede ser cobrado: lo llaman una manera usuraria de préstamo” (Bühler, 1886, Libro 3).

13 Se esta discutiendo en Alemania a raíz de la crisis actual si el Estado debe imponer un techo a las expectativas de rendimiento que las empresas emiten basado en indicadores de la economía real.

El concepto budista de dana (“dar caridad”) pone énfasis especialmente en los beneficios espirituales y morales de quien da. El impacto es similar al zakat musulmán, ya que rectifica las desigualdades económicas e inculca un sentido de responsabilidad social. De hecho, es una manifestación práctica de la visión de mundo de la mayoría de las religiones tradicionales, que incluye la interdependencia entre todos los humanos, así como entre humanos y su entorno natural y espiritual. El filtro moral se aplica no solamente a la creación de la riqueza, sino a todas las actividades humanas, incluyendo el uso de la riqueza. En el Sutra Mangala Buda establece las reglas mediante las cuales los no creyentes deberían dirigir su vida económica. Entre otras reglas, está el uso de la riqueza. Aunque estas prescripciones reconocen los intereses individuales, enfatizan en la necesidad de extenderlos para incluir a la familia extendida, la comunidad y la nación.

En el judaísmo la crítica de la usura tiene sus raíces en varios pasajes de la Torá en los que tomar a interés es prohibido, desalentado o despreciado. La palabra hebrea para interés es neshekh – aunque en el Levítico también son usadas tarbit y marbit–, que literalmente significa “mordida” y se cree que se refiere a la extracción del interés desde el punto de vista del deudor. Esto no quiere decir que no existieran transacciones usurarias. Los antiguos judíos poseían una licencia que les permitía practicar la usura únicamente a pueblos no hebreos.

En el Medievo europeo los judíos realizaron sus actividades prestamistas desde los guetos de las grandes ciudades occidentales. Se les permitió esta práctica bajo un severo control, y eran tolerados por las autoridades siempre y cuando se considerara que prestaban un servicio útil. Sin embargo, aun dentro de una situación tan opresiva era posible para el prestamista acumular enormes ganancias mediante la práctica de la usura. En Inglaterra, durante el siglo XIII, casi la mitad de los impuestos del país eran recolectados de la comunidad judía, que representaba menos del 5% de la población.

En el Islam la usura es más bien un problema personal interno. En las sociedades capitalistas occidentales es responsabilidad del Estado y de la sociedad civil la corrección de las injusticias o desequilibrios del mercado, como la distribución no equitativa de la riqueza y la usura. Según el Islam,

el motivo para una mayor desigualdad económica yace en el hecho de que los gobiernos y la sociedad civil se han enfocado exclusivamente en los cambios en el mundo externo y han ignorado la necesidad de cambio interior de las personas mismas. Por lo tanto, muchas prácticas islámicas se centran exclusivamente en la transformación individual. Algunos ejemplos son los *zakat*, la contribución obligatoria que efectúan los musulmanes de un décimo de su ingreso para el bienestar de los pobres, y el *Ramadán*, el ayuno ritual comunal que realizan anualmente. También cuentan con el concepto de *Khalifa*, que implica la función que deben cumplir los humanos como vicerregentes o representantes de Dios en la tierra para estimular esas riquezas y permitir a los menos privilegiados vivir una vida honorable (Ibrahim, 2005).

El Islam –al igual que el budismo– establece un marco moral en el cual estos esfuerzos se pueden llevar a cabo. Los conceptos de Haram (aquello que es prohibido) y Halal (aquello que es permitido) describen las actividades prohibidas y las que se pueden llevar a cabo. Tales conceptos proporcionan un filtro moral para el comportamiento individual. Entre los principales filtros morales del Islam está la prohibición del “elevado” interés en los préstamos. Esta prohibición se basa en el argumento de que el interés que se paga en capital acumulado tiende a mantener la riqueza en una minoría. La palabra original utilizada es *riba*, referida directamente a los intereses sobre préstamos y que literalmente significa “exceso o adicción”.

En los tiempos modernos, en el mundo islámico se han desarrollado instituciones financieras que no cargan interés ni rendimiento, como por ejemplo los bancos de Irán, Pakistán y Arabia Saudita, el Dar-al-Mal-al-Islami en Ginebra y los bancos islámicos en Estados Unidos.¹⁴

¹⁴ Sin embargo, como en el Islam el cobro de rendimientos o intereses está prohibido, se usa el principio de *Syariah*. Este mecanismo funciona de la siguiente manera: un banco presta dinero a un empresario, el cual debe devolver el préstamo más un reparto de las utilidades que se acuerda en un principio. Si el empresario es exitoso, devuelve el préstamo más el porcentaje acordado. Es decir, el banquero sólo puede ganar un rendimiento si el proyecto en la economía real del empresario fue exitoso. Es un sistema que depende principalmente de la confianza entre los agentes y el éxito de los negocios.

El mundo occidental analiza el problema de la usura en la Grecia clásica. Aristóteles (1994), por ejemplo, rechaza la usura categóricamente. Decía que de todas las formas de comercio la usura es la más depravada y la más odiosa. Aristóteles escribió (citado en Deepak Lal, 2003): “La usura es detestada por encima de todo y por el mejor de los motivos. Crea lucro del dinero mismo, no debido al objeto natural del dinero... el dinero fue creado como medio de intercambio, no para incrementar interés”. La usura no sólo se propone un objetivo antinatural, sino que hace un uso erróneo del dinero como tal, pues el dinero fue creado para el intercambio, no para ser incrementado mediante la usura.¹⁵ Platón (1991) añadió, además de la crítica de Aristóteles, que la usura enfrentaba inevitablemente a una clase contra otra y era, por lo tanto, destructiva para el Estado. Consideraba el pago del interés como enemigo del bienestar social por crear una clase, la de los ricos prestamistas usureros, a costa de la de los pobres prestatarios.

Los romanos retomaron los conceptos económicos de la antigua Grecia, pero avanzaron en los conceptos del derecho. Pensadores como Séneca (1935, VII y X) y Cicerón (1913, II y XXV) condenaron a la usura de tal forma que la compararon con el asesinato. En las reformas legales (Lex Genucia) de la República Romana (340 a.C.) se prohibió toda actividad usurera. Sin embargo, en todo el periodo de la República la práctica de la usura fue común. Bajo el mandato de Julio César, en una época en la que el número de deudores era excesivamente alto, incluso se tuvo que imponer un tope de 12% de interés, y durante el gobierno de Justiniano la tasa fue reducida a una media de entre el 4 y el 8%. Esto muestra otra vez la teoría del péndulo¹⁶ y cómo se tuvo que actuar. En todos los momentos hubo excesos y en cada uno se intervino mediante alguna regulación, haya sido de índole legal como en el imperio romano o moral como en el judaísmo, el Islam, el hinduismo y el budismo.

15 Para Aristóteles el destino natural del dinero era gastarlo. Por lo tanto, amasar fortunas no tenía ningún sentido; era, pues, antinatural. Consideraba también que si un individuo prestaba dinero a otro tampoco tenía sentido que éste le devolviera más. En la filosofía aristotélica –la base del cristianismo medieval– el interés era una idea antinatural, por lo que fue condenado por Aristóteles considerándolo un abuso del poderoso sobre el débil.

16 Uno de los conceptos más interesantes de la historia es la teoría del péndulo, según la cual la historia es un péndulo donde los eventos se mueven desde un extremo a otro. El ejemplo más claro es el cambio del sistema rígido y opresor de la Unión Soviética a la época más neoliberal y desregulada posible, con Yeltsin y el posterior intento de retorno a un sistema de mayor rigidez con Vladimir Putin. En América Latina se ha tenido un péndulo de regulación a desregulación de la economía durante los últimos veinte años del siglo XX, la que fue aplaudida por todos, desde los neoliberales –desde siempre conservadores– hasta los economistas “demócratas” (Vadillo, 2006).

La prohibición a la usura fue tomada como causa por la Iglesia Cristiana, en cuyo seno el debate prevaleció con intensidad durante más de mil años. En vez de seguir con el pensamiento legal romano, se resucitaron los decretos del Antiguo Testamento. La Iglesia Católica prohibió hacia el siglo IV la toma de interés al clero, regla que luego extendieron –en el siglo V– al laicado. La prohibición fue confirmada y aun reforzada por los primeros cristianos, como Gregorio Nysseno (PG 46) y Juan Chrisostomo (PG 53). San Agustín (PL 33), por ejemplo, definió como usura toda transacción en la que una persona esperara recibir más de lo que ha dado. En el siglo VIII, bajo Carlomagno, la usura fue declarada como delito, posición que Santo Tomás de Aquino (2-2:1xxviii) seguía manteniendo con claridad y vigor en el siglo XIV.

No obstante, fueron apareciendo tanto vacíos en la ley como contradicciones en los argumentos de la Iglesia, lo que originó una lenta revisión de las ideas a favor del cobro de intereses. Algunos intelectuales, dentro de la más pura ortodoxia y en el seno de la Iglesia Católica, defendieron la legitimidad del cobro de intereses. Muy comentada en su tiempo fue la obra *De usuris et simonia* (1569), en la que su autor, Martín de Azpilicueta, justifica los préstamos con interés.

Se observa que tanto en la tradición judeocristiana como en la grecorromana, que constituyen la principal fuente de la civilización occidental, las opiniones eran unánimes a este respecto. La práctica de la usura ha estado sometida a prohibición desde tiempos antiguos. Atribuir esto al primitivismo, ingenuidad y falta de comprensión de la realidad económica –algo que muchos detractores, como los neoliberales y los ordoliberales, han hecho y siguen haciendo– es tan sólo arrogancia y un modo de eludir las cuestiones intelectuales que subyacen en este problema. La base de la prohibición era ética y teológica, y por consiguiente tenía en cuenta cuestiones mucho más profundas que el simple pensamiento de la libertad económica, como argumentaba, por ejemplo, Friedrich August von Hayek (1944; 1960; 1969 y 1979) y Ludwig von Mises (1922; 1929 y 1949).

Mientras que anteriormente el asunto de la usura estaba sujeto a un cuerpo de doctrina consagrado por la tradición, Calvino intentó tratar la ética de los préstamos como un caso más entre los diversos problemas que enfrentaba la sociedad humana y que debían ser resueltos de acuerdo con las

circunstancias. Calvino desechó todo pasaje del Antiguo Testamento relativo a la usura y también los precedentes judiciales del pasado, por considerarlos inaplicables a las circunstancias de su época. Calvino se encargó personalmente de la legalización de los préstamos de dinero con interés, dando así confirmación legal a una práctica que había sido considerada ilegal desde los tiempos más remotos. Para Calvino, la ley moral había cambiado y, por lo tanto, ya no era inmoral cobrar intereses. Sin embargo, generó una nueva polémica cuando sustituyó la pregunta sobre si debería permitirse el interés por la de cuál era la tasa admisible.

De esta forma comenzó a nacer el sistema financiero occidental que conocemos en la actualidad.¹⁷ Enrique VIII (1491-1547) cambió radicalmente el panorama al elevar a la clase mercantil que estaba asentada en las grandes ciudades. La animó a que se convirtiera en terrateniente, para así dividir los grandes latifundios de las familias aristocráticas. Al mismo tiempo, se alentó a los nobles para que salieran de sus haciendas y pasaran más tiempo en la Corte de Londres. Los altos costos de mantenimiento de los palacios tanto en Londres como en el campo, junto con la extravagancia y el gasto que traía consigo la vida en la Corte, llevaron a muchos aristócratas a experimentar serios problemas de liquidez. La clase mercantilista comenzó a especular prestándole -con elevados intereses- a este estrato social cuando estaban en apuros de liquidez, que dejaban como garantía de la deuda los títulos de propiedad de sus fincas. De este modo, muchas propiedades empezaron a verse cargadas de deuda, y cuando el noble incumplía con el pago, la finca que garantizaba la hipoteca pasaba a manos del comerciante-prestamista.¹⁸

El poder de la clase mercantilista se incrementó considerablemente. En el Parlamento británico la clase aristocrática fue sustituida por la clase burguesa y mercantilista.¹⁹ El sector financiero comenzó a dominar el sector político. Cromwell (1599-1658), por ejemplo, recurrió a los banqueros holandeses

17 La idea de la banca existía ya desde la Antigüedad; sin embargo, se trataba de instituciones o de hombres de negocios que trabajaban por su cuenta, y no existía regulación alguna. Los tres elementos principales que participan en su formación son transacciones que implican usura: el cambio de moneda extranjera, la negociación de préstamos y los depósitos bancarios, a los que va asociada la creación de dinero.

18 Una situación parecida sucedió en agosto de 2007 con la crisis *subprime* en Estados Unidos. Las hipotecas de alto riesgo, conocidas en Estados Unidos como *subprime*, eran un tipo especial de hipoteca, preferentemente utilizado para la adquisición de vivienda, y orientada a clientes con escasa solvencia, y por tanto con un nivel de riesgo de impago superior a la media del resto de créditos. Para poder pagar los intereses y amortizar la hipoteca los bancos ofrecían nuevas hipotecas. Esto provocó cada vez un riesgo adicional, lo que elevó el tipo de interés cada vez más.

para financiar sus guerras, entre ellas la Guerra Civil, la expedición a Irlanda y la guerra contra Holanda. Esta última, también llamada “La Primera Guerra Holandesa”, fue el primer conflicto por razones puramente comerciales y financieras. Demostró también que el sector financiero, institucionalizado por la banca, se beneficia siempre con la guerra sin importar de qué lado está.

El control ejecutivo pasó a manos del Parlamento, que estaba –y sigue estando– en las manos de los intereses del sector financiero. El poder del nuevo grupo político fue tal que depusieron al rey James e invitaron a William III (1650-1702), príncipe de Orange– a viajar desde Holanda para hacerse cargo del trono. William trajo consigo a un banquero personal de Ámsterdam y detrás de él vinieron muchos otros financieros de esa ciudad, que en esa época era el centro financiero de Europa. Esto provocó que Ámsterdam entrara en decadencia y que Londres se volviera el nuevo centro de las finanzas mundiales. Se creó el Banco de Inglaterra, el cual tenía licencia del gobierno para descontar letras de cambio e imprimir el dinero que quisiera. Por último, se estableció la “Deuda Nacional”. El Estado encontró en el Banco de Inglaterra una enorme fuente de poder adquisitivo, a cambio de la promesa de pagar un interés a largo plazo.²⁰

El sistema financiero, que estaba constituido en aquella época por el sistema bancario, tenía una gran limitante, ya que sólo podía prestar los flujos de capital que poseía. Así, la regla de oro bancaria únicamente permitía prestar un monto igual al que se podía emitir como una obligación y sólo se podía ganar por la diferencia de la tasa activa y pasiva. Por tal motivo, comenzó una segunda forma de inversión: las bolsas de valores.²¹

Aunque había algunos indicios de instituciones parecidas a las bolsas en el Imperio romano, éstas no se remontan hasta la antigüedad. Se considera que la primera bolsa de valores –y que también tenía este nombre– fue fundada en 1409. La familia patricia Van der Beurse puso una pensión para

19 El parlamento británico consiste de dos cámaras: Cámara de los Lores y Cámara de los Comunes. El origen de la Cámara de los Lores remonta al Siglo XIV y desde entonces ha tenido una existencia casi continua, aunque el nombre se adoptó en 1544. Fue abolida en 1649 por el gobierno revolucionario de Cromwell, y restaurada en 1660, aunque sólo con un papel simbólico y tradicional.

20 Esto se llevó a su punto más radical en el siglo XVIII, cuando el Banco de Inglaterra emitió bonos a perpetuidad.

21 La presente investigación analizará en lo que resta este tipo de especulación y no la especulación sobre tasas de interés.

comerciantes en Brujas, la cual se convirtió en el punto central del intercambio de la región. Los tres monederos en el escudo de la pensión se volvieron tan famosos que se le empezó a conocer como “bolsa”, nombre con el que hasta el día de hoy se le conoce.²² Este ejemplo fue copiado en otros lugares del continente y en Gran Bretaña, entre los que destacan Augsburgo, Colonia, Hamburgo, Londres, Lyon, Nüremberg y Venecia. El sistema de la bolsa se desarrolló hasta volverse una bolsa de derivados, donde los comerciantes pagaban *ex-ante* la mercancía que iba a ser transportada desde las colonias, lo que aseguraba tanto al vendedor vender su carga sin grandes problemas como al comprador tener la mercancía que necesitaba; es decir, los forwards se estaban transformando en lo que hoy conocemos como “futuros”.

La primera bolsa institucionalizada que comenzó a negociar activos financieros fue la Bolsa de Ámsterdam, que inició operaciones en 1602. Sus principales títulos eran acciones de la Dutch East India Company. Posteriormente se negociaron los primeros títulos de deuda estatales; se crearon instrumentos modernos como opciones y las operaciones de cobertura con cámara de compensación (futuros), y se hicieron los primeros intentos para crear índices bursátiles. Estas innovaciones favorecieron a la Bolsa de Ámsterdam, que se convirtió en la bolsa más importante de Europa. Esto provocó un gran incremento en la especulación de títulos financieros, lo que en 1619 desencadenó la primera crisis bursátil: la crisis de Lübeck, de la que desafortunadamente existe escasa información para poderla documentar. Este hito fue una evolución de la especulación. La especulación con tasas de interés pasó a segundo término dando lugar a la “sobrenegociación”, el tipo de especulación que es el objeto de la presente investigación.

22 El termino “Börse”, en alemán como en holandés (recuérdese que los idiomas hablados en Westvlaanden son el holandés y el alemán, mientras que el francés es hablado en la parte sur del país), significa literalmente “monedero”; sin embargo, por el parecido de los monederos de aquella época con una bolsa se popularizo dicha traducción.

Al periodo transcurrido entre 1634 y 1637 se le conoció como la “Euforia de los Tulipanes” y terminó abruptamente. En esa sucedió un fenómeno, después muy conocido, al que se puede considerar como la primera burbuja especulativa del capital bursátil documentada. Los precios de los tulipanes se incrementaron constantemente, hasta que la salida de algunos inversionistas en títulos de esta cebolla exótica generó el estallido de la burbuja.²³

En los años siguientes el mercado accionario fue dominado por las grandes empresas del comercio. El nuevo invento fue justificar los incrementos del precio de las acciones con promesas de altos rendimientos futuros. Al salir a la luz pública algún escándalo u otro tipo de información que no favorecía las expectativas, se generaba una crisis que podía provocar el fin de tales empresas, como sucedió en 1688 con la *Compagnie d’Occident*, en 1711 con la Burbuja de la *South Sea* y en 1720 con el escándalo de Mississippi. Las expectativas eran irracionales y el manejo de varias de las empresas fraudulentas fue del conocimiento público, como lo expresa la siguiente cita de un banquero llamado Martín: “Cuando el resto del mundo enloquece, debemos imitarlo en cierta medida” (Carswell, 1960:161), o esta cita de Adam Smith acerca de la Burbuja de la *South Sea*: “Contaban con un vasto dividendo de capital entre un nutrido grupo de propietarios. Por lo tanto, era de esperar que la locura, la negligencia y la prodigalidad reinaran en toda la gestión de sus asuntos. La bellaquería y el derroche de las operaciones de sus intermediarios de Bolsa son suficientemente conocidas como negligencia, despilfarro y malversación de los empleados de la compañía” (Smith, 1776:703-4).

A diferencia de la usura generada por el préstamo de dinero, la usura en forma de capital ficticio o especulativo tenía como principal contraste que el rendimiento depende en gran medida de la especulación de los demás agentes del mercado –lo que Adam Smith llamó “sobrenegociación”–, y ello provoca la volatilidad del precio de los títulos. De esta manera la especulación se basa en la diferencia entre el precio de compra y de venta. Esto ha generado problemas muy severos. Se ha observado que en épocas de auge el precio del activo se incrementa excesivamente y con el tiempo el sistema

23 Para un estudio más profundo de esta crisis, se recomienda la lectura de “Tulipmania”, artículo de Peter M. Garber aparecido en *The Journal of Political Economy* (97, pp. 535-560, 1989), y de su libro *Famous First Bubbles. The Fundamentals of Early Manias* (Cambridge, MIT Press, 2000).

experimenta un agotamiento, lo que tiende a desatar una crisis financiera²⁴ por las ventas de pánico (Kindleberger, 1991, capítulo 2). Por tal motivo, el capital especulativo es mucho más riesgoso y, en comparación con la usura bancaria, es mucho más difícil de regular.

En teoría, las bolsas deberían ser un instrumento muy eficiente en la optimización de la alocaión o distribución de recursos, y hasta cierto punto en la distribución de las rentas; sin embargo, esto no significa que sea un instrumento perfecto y que no necesite regulación. A través de la historia han sucedido una gran cantidad de casos de especulación –con o sin intenciones fraudulentas– que han generado crisis en el ámbito financiero. Toda fase de especulación comienza con expectativas de incremento de las utilidades. Posteriormente, los mismos accionistas, en su euforia por hacerse ricos, incrementan el precio de los títulos. Como diría Kindleberger (1991:36), “No hay nada tan molesto para el bienestar y el buen juicio de una persona como ver a un amigo hacerse rico”. Esta conducta lleva a incrementar el número de personas y compañías que desean convertirse en accionistas. La esperanza de obtener un beneficio se separa de la conducta normal y racional –uno de los supuestos básicos de la teoría neoclásica–, y deriva en las que se han denominado “manías” o “burbujas”. El incremento en las expectativas se vuelve cada vez más seductor, lo que incita la participación de un sinnúmero de nuevos accionistas que no conocen ni el sistema ni a la empresa en la que están invirtiendo: su único interés es enriquecerse. Al pasar el tiempo –a veces años–, sale a la luz que las expectativas eran ilusorias, o inclusive verdaderas estafas, y como una manada irracional los accionistas tratan de deshacerse de sus títulos, lo cual puede llevar a una depresión financiera.²⁵

24 El término *crisis financiera* es difícil de definir. Goldsmith se refiere a ella como “un deterioro agudo, breve y ultracíclico de todos o de la mayoría de los grupos de indicadores financieros: tipos de interés a corto plazo, precios de los activos, insolvencia comercial y quiebras de las instituciones financieras”. Por otro lado, Bordo –un destacado monetarista– la define tomando en cuenta 10 elementos claves, de los cuales sobresalen un cambio en las expectativas, el temor o la insolvencia de algunas instituciones financieras y los intentos por convertir en dinero los activos inmobiliarios. Es interesante también que la oferta monetaria aparece apenas en séptimo lugar de importancia.

25 El problema fundamental de la teoría neoclásica es que dos de sus pilares de contención, el supuesto de la racionalidad de los agentes y la información simétrica y procesada objetivamente por los agentes, están agrietados o inclusive volcados, por lo que su conclusión de ser instrumentos que no necesitan regulación se puede desechar.

A partir del siglo XIX la bolsa comenzó a ser el principal medio de financiamiento;²⁶ por ella pasaba la venta de acciones de los grandes proyectos industriales, en especial del ferrocarril. Para atraer más inversionistas se crearon, por un lado, las agencias calificadoras que deberían evaluar a las empresas y dar así seguridad a los inversionistas, y por otro, se comenzaron a crear nuevas teorías del capitalismo industrial. De esta manera, Alvin Hansen (1927), por ejemplo, sostenía que las teorías basadas en la incertidumbre del mercado, en la especulación de bienes, en la sobre negociación, en los excesos del crédito bancario, en la psicología de los operadores y comerciantes, encajaban efectivamente en la primera fase “mercantilista” o comercial del capitalismo moderno. Pero, a medida que avanzaba el siglo XIX, los capitalistas de la industria “[...] se convirtieron en los principales canalizadores de fondos, buscando un pingüe beneficio a través de los ahorros e inversiones” (Kindleberger, 1991:41). Sin embargo, no se puso en práctica ninguna medida para restringir a la especulación.

Aunque dicha esta época las instituciones eran más sólidas –al ser supervisadas por las agencias calificadoras– y con un sistema de contabilidad más regulado, con lo que se protegía a los inversionistas de fraudes tan inocentes y banales como los de la South Sea Company y de Mississippi, y debido a la necesidad de las empresas de obtener grandes cantidades de capital para la producción, el mercado secundario seguía siendo un escenario dominado por la especulación (Ferguson, 2008). Entre 1869 y 1929 se incrementaron los estallidos de burbujas financieras a causa de los fraudes. Sin embargo, estos hechos no generaron una disminución de accionistas ni de la especulación.

A comienzos del siglo XX apareció un nuevo agente en los mercados financieros: los fondos de inversión, los que comenzaron a manejar cada vez más volúmenes y a obtener un incremento significativo de poder en la toma de decisiones de las empresas. Lo novedoso de estos agentes financieros fue que su poder de influencia sobre la gerencia de la empresa ya no dependía de la cantidad de acciones comunes, y por consiguiente de los votos que poseían –los fondos de inversión

26 Hasta el siglo XVIII los mercados financieros más interrelacionados eran los de Holanda, Gran Bretaña, los distintos países que hoy conforman Alemania, el Imperio Austro-Húngaro y Francia. En el siglo XIX se sumó Estados Unidos. Italia, por otro lado, jugó un papel importante en las crisis de 1866 y 1907, pero posteriormente empezó a jugar un papel modesto.

estaban más interesados en el rendimiento que en la empresa misma, por lo que sus portafolios²⁷ contenían principalmente acciones preferentes—, sino de los volúmenes que manejaban, por los que influían directamente en el precio de las acciones y, en consecuencia, en las ganancias de capital, la parte más importante del rendimiento sobre el capital.²⁸ Esto creó una nueva relación entre accionistas y gerencia. En los fraudes, hasta ese momento, era la gerencia la que se enriquecía a costa de los accionistas; ahora, sin embargo, se trataba de un grupo de accionistas que obligaba —voluntaria o involuntariamente— a la gerencia a estafar a otro grupo de accionistas. Este hecho cambió bruscamente el paisaje bursátil; las viejas instituciones estaban obsoletas y rebasadas. Y como suele pasar, el Estado tardó en legislar al respecto.

La primera nación en legislar instancias públicas para evitar, o mejor dicho reducir, la especulación fue Prusia. En 1896 el gobierno del “Canciller de Hierro”, Otto von Bismarck, legisló la primera ley bursátil y creó una comisión de supervisores bursátiles. En los demás países, aunque hubo leves intentos, como en el caso de Inglaterra, instituciones de esta envergadura apenas se crearon tras el Viernes Negro de 1929. El Estado en sí, con la excepción prusiana, jamás intentó regular al mercado bursátil. Únicamente en situaciones de crisis, cuando la situación lo requería, hubo intervención reguladora. Por otro lado, desde la primera crisis bursátil de Lübeck el Estado jugó un papel fundamental en la creación de expectativas (Brugger, 2009a). Estas negligencias de las autoridades supervisoras siguen prevalenciando. En el reporte de otoño de 2007 el Fondo Monetario Internacional argumentó que uno de los dos puntos fundamentales de la crisis hipotecaria era la falsificación de calificaciones de las deudas por parte de las dos principales calificadoras (FMI, 2007),²⁹ además de que fracasaron los sistemas de cómputo.³⁰

27 Los fondos de inversión fueron los primeros grandes inversionistas que comenzaban a buscar métodos sistemáticos de diversificación de sus inversiones comprando distintos títulos para reducir el riesgo total.

28 El rendimiento sobre el capital depende de dos factores principales: los dividendos y las ganancias de capital. Mientras que los dividendos son flujos que se transfieren de la empresa al accionista, las ganancias de capital son virtuales a menos que se realicen; es decir, mientras no se vendan las acciones, la diferencia entre precio actual y precio de compra es únicamente una ganancia en libros.

29 Al igual que en la crisis asiática, cuando el FMI salió a regañar enérgicamente a las calificadoras y a exigir que hubiera instancias mundiales de regulación, no se ha visto intención del mismo instituto para promover un marco regulatorio.

30 El autor pone énfasis en el argumento de que, aunque parezca irónico culpar a un sistema de cómputo, ha sido una tendencia normal en la sociedad cristiana evitar aceptar cualquier culpa o autocrítica.

El punto central de la especulación en los mercados de valores ha sido y seguirá siendo la generación de expectativas. Para fomentar las expectativas se han utilizado a los formadores de opinión o periodistas y a las instancias gubernamentales. Las crisis financieras están íntimamente ligadas con las transacciones que sobrepasan los confines de la ley y la moralidad. La estafa y la especulación se relacionan muy estrechamente desde el momento en que lo legal ya no justifica las expectativas de los inversionistas. Así, por ejemplo en la burbuja de las tecnologías de información y comunicación (TIC) de finales del siglo XX, durante la cual se sabe hoy en día que las empresas pagaban a banqueros y reporteros para seguir propagando la euforia de sus empresas, aun cuando la gran mayoría de ellas tenía un Value Growth Duration de varias décadas o inclusive varios cientos de años. En 1999, incluso se comenzó con una campaña de difamación contra el banco UBS, cuyos analistas tomaron la decisión de reducir en sus fondos de inversión el porcentaje de empresas relacionadas a las TIC, ya que consideraron excesivo los incrementos en los precios de las acciones de estas empresas y estaban seguro que la burbuja iba a estallar en cualquier momento. Al mismo tiempo, en otros ámbitos las instancias gubernamentales se hacían de la vista gorda, como hizo la US Securities and Exchange Commission (SEC) en los casos de falsificación de balances de Worldcom, VA Linux y Enron, entre otros (Hens, 2001).

1.2. Mundialización del capital y gobernanza financiera

Durante la Segunda Guerra Mundial, los países aliados crearon nuevas instituciones de gobernanza³¹ mundial. El primero de enero de 1942, en la Declaración de las Naciones Unidas se presentaron los fundamentos para ese gobierno global. El 22 de julio de 1944, durante la convención de la ONU en Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, se formalizaron las instituciones que deberían dar estabilidad al Sistema Financiero Internacional (SFI): el Banco Mundial (BM) y el Fondo Monetario Internacional (FMI).

31 El término “gobernanza” proviene remotamente del griego κυβερνάω (*kybernan*) y quiere decir la forma de conducir una nave o un carro; fue utilizado por Platón, metafóricamente, para denominar el modo de gobernar a los ciudadanos, de donde también deriva *gobierno* (a través del latín *gubernatio*). En este sentido, se puede entender como la acción y efecto de gobernar o gobernarse. Sin embargo, a partir de los años noventa del siglo pasado se comenzó a utilizar en medios académicos anglosajones, restringiendo su uso, al arte o modo de gobierno de instituciones internacionales, pero con el propósito de –a partir de una palabra poco utilizada y por tanto bastante libre de connotaciones– promover un nuevo modo de gestión de los asuntos públicos, fundado en la participación de la sociedad civil en todos sus niveles (nacional, local, regional e global).

El Banco Mundial, conocido en sus inicios como Banco Internacional de Reconstrucción y Desarrollo, se estableció con el fin de fomentar el desarrollo económico a largo plazo; entre sus tareas estaba el financiamiento de proyectos de infraestructura, como la construcción de carreteras y las mejoras al abastecimiento del agua. No obstante, su función principal fue encargarse de la reconstrucción de Europa y Japón.

El Fondo Monetario Internacional, por su parte, tenía y sigue teniendo como finalidad, según su Convenio Constitutivo, el fomento de la expansión y el crecimiento del comercio mundial, la estabilidad de los tipos de cambio, evitar las devaluaciones cambiarias competitivas y la corrección ordenada de los problemas de balanza de pagos de un país (FMI, 2004). El propósito final de la institución, sin embargo, debería ser evitar la repetición de las desastrosas medidas de política económica que contribuyeron a la Gran Depresión de los años treinta del siglo XX.

América Latina no fue parte fundamental en la Segunda Guerra Mundial y, por tanto, tampoco en la toma de decisiones de la posguerra. El modelo desarrollado por la CEPAL –el modelo estructuralista o de sustitución de importaciones– fue la principal forma de industrializar a la región hasta su caída a principios de los años ochenta. Posteriormente se aplicó una serie de políticas neoliberales que provocaron más de un cuarto de siglo de crisis y que impidieron lograr un crecimiento sustancial.

1.2.1. El capitalismo de la posguerra y su gobernanza financiera: impacto en América Latina

El sistema global tanto político como económico se basa en un conjunto de instituciones y organismos creados a finales de la Segunda Guerra Mundial y que giraban alrededor de su instancia supranacional: las Naciones Unidas. Las instituciones creadas –Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial

(antes BIRD), el Acuerdo General sobre Aranceles Aduaneros y Comercio (GATT), etc.– fueron creadas para responder a las necesidades de aquella época y muchas de ellas no han reformado sus políticas desde entonces.³²

En 1943 se propusieron dos planes de reorganización monetaria-financiera internacional: el Plan White (Estados Unidos) y el Plan Keynes (Gran Bretaña). Ambos coincidían en que se necesitaba crear un sistema financiero mundial que procurara el crecimiento sostenido del comercio internacional, para lo cual era necesaria una moneda internacional, mantener los tipos de cambio fijos (para no desalentar el comercio y la inversión) y *generar mecanismos que controlaran los movimientos de capital internacional*. Las diferencias entre los dos proyectos fueron resueltas en la conferencia de Bretton Woods, donde se acordó la creación de las dos instituciones que serían la base para el nuevo sistema financiero mundial: el FMI y el BM.

El nuevo sistema se basó en el patrón oro. En él cada país fijaría la paridad de su moneda con respecto al oro o a otra moneda con paridad definida en éste. Los gobiernos estaban obligados a intervenir en los mercados de cambio en caso de que la cotización de la moneda se saliera del margen tolerado del 1% hacia ambos lados (Arenas, 2005). Las reservas de los bancos centrales las iban a constituir el oro y algunas monedas reserva, como el dólar y la libra esterlina, que serían convertibles en oro al precio fijo de 35 dólares la onza (Block, 1980; Arenas, 2005).

El FMI intentó solucionar los problemas de financiamiento temporales que presentaban los países en sus balanzas de pago. Los préstamos que ofrecían eran de corto plazo y con tipo de cambio fijo. También tenía las funciones de la reglamentación, es decir, estaba obligado a establecer leyes, normas y acuerdos para el funcionamiento del sistema financiero internacional, y por último, tenía la función de consulta para las relaciones monetarias internacionales conjuntas.

32 El ejemplo más claro es el Consejo de Seguridad de las Naciones Unidas, cuya Carta aún no ha sido reformada y la Unión Soviética sigue siendo miembro permanente, por referirse a Rusia.

Como Estados Unidos fue el único país vencedor de la Segunda Guerra Mundial que no sufrió grandes daños materiales, la estabilización monetaria cayó en sus manos y asimismo asumió el papel de administrador monetario del mundo. La insuficiencia de liquidez del FMI y la confianza que se depositó en el dólar generó que Estados Unidos practicara una política deliberada de déficit en su balanza de pagos. Esto también provocó que Estados Unidos tuviese un veto *de facto* al poseer más del 17% de los votos, 2% por encima de lo necesario para poder vetar cualquier política relevante (Akyüz, 2008; Griesgraber *et al.*, 2006; Hafianti *et al.*, 2008).

Un primer desajuste especulativo en el SFI fue la evolución del eurodólar.³³ Aunque en un principio fue relativamente poco importante, se convertiría en un factor crucial para el sistema financiero. En 1964 el mercado consistía de 17 mil millones de eurodólares, en 1968 alcanzó 20 mil millones y en 1970 eran ya 70 mil millones (Arenas, 2005).

Por último, la balanza de pagos de Estados Unidos comenzó a ser deficitaria, principalmente por la exportaciones de capital y por el excesivo gasto militar en el exterior, lo que superaba los excesos obtenidos en cuenta corriente. Esto provocó un “continuo drenaje” de oro hacia Europa occidental y una fuerte desconfianza en el futuro del dólar (Arenas, 2005). A partir de los años sesenta las reservas ya no eran suficientes para saldar las deudas de oro con el resto del mundo, lo que puso en peligro la convertibilidad del dólar en oro al precio de 35 dólares la onza.

33 Por *eurodólar* se entiende a los activos en dólares estadounidenses con vencimiento hasta seis meses, que están depositados en bancos fuera de los Estados Unidos y que, por consiguiente, quedan fuera de la jurisdicción de la Reserva Federal (FED) de ese país. Después de la Segunda Guerra Mundial, la cantidad de dólares estadounidenses fuera de los Estados Unidos aumentó enormemente, como resultado tanto del Plan Marshall así como de las importaciones en los Estados Unidos que se había convertido en el mayor mercado de consumo al finalizar la Segunda Guerra Mundial. Además el aumento de las tasas de interés en los 1970 y la regulación Q -que durante la Gran Depresión fue impuesto por la FED para regular las tasas de interés que los bancos comerciales pueden ofrecer en los depósitos de ahorros – provocó que migraran los grandes inversionistas institucionales sus depósitos a Europa donde las tasas de interés no estaban reguladas. Esto trajo consigo que enormes sumas de dólares estuvieran en custodia de los bancos extranjeros fuera cualquier regulación estadounidense. De esta manera la Reserva Federal no podía regular la oferta monetaria fuera de su país, lo que provocó un crecimiento del eurodólar sin que hubiera las reservas en el banco central. Esto terminó en 1986, cuando el congreso estadounidense aprobó el *Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*, con el cual se terminó con la regulación Q para los depósitos bancarios.

América Latina, con excepción de las políticas de la Guerra Fría, quedó al margen del nuevo SFI. Desde los años treinta los países latinoamericanos optaron por un sistema económico basado en la sustitución de importaciones para industrializar la región.³⁴ Con la creación de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) en 1948, esta política se coordinó aún más. La integración cepalina correspondía a la época en que los economistas latinoamericanos evidenciaron que el desarrollo de la industria mediante la sustitución de importaciones que adoptó la burguesía nacional industrializadora, el desarrollo de la ciencia y la técnica, y el “desarrollo hacia adentro” no tenían la suficiente salida en los mercados nacionales y de que, por tanto, era evidente que se necesitaba una ampliación de los mercados para aspirar a niveles más elevados de producción y productividad. Además, se reconocía la imposibilidad de alcanzar el desarrollo sin llevar a cabo profundos cambios estructurales (Hernández, 2007).

Este sistema económico originó que América Latina jugara un rol secundario –en el mejor de los casos– en los mercados de capital. Por un lado, los bancos casi no prestaban a los países del Sur, actitud que cambió considerablemente con el incremento de precios de materias primas -en específico el petróleo- en los años setenta, cuando la liquidez aumentó considerablemente: “[...] comenzaron a admitir más riesgos e, incluso, a presionar para que los países tomaran créditos. De este modo crearon las condiciones para el endeudamiento insustentable de muchos países y contribuyeron a generar las causas de las posteriores crisis financieras” (Sevares, 2007).

1.2.2. La ruptura de Bretton Woods y su impacto en América Latina

La década de los setenta del siglo pasado fue prácticamente de total desorden por la especulación en el SFI. La salida de dólares y la balanza comercial negativa de Estados Unidos se agudizaron en 1971 y en mayo de ese año la República Federal Alemana, los Países Bajos y la Confederación Helvética dejaron la paridad de sus monedas con el dólar y pasaron a un sistema de tipo de cambio variable, en el que el mercado fijara libremente la paridad. Para agosto del mismo año se incrementó aún más la especulación contra el dólar, por lo que el 15 de ese mes el presidente Nixon declaró la inconvertibilidad del dólar en oro u otros activos de reservas. Trató de equilibrar su balanza de pagos

³⁴ En el capítulo 3 se hará un análisis más extenso del modelo de desarrollo latinoamericano.

mediante un impuesto del 10% a las importaciones, redujo el gasto público y congeló los precios por tres meses. El déficit estadounidense provocó una abundancia de medios de pagos internacionales, dólares que no se invirtieron, sino que se destinaron a la especulación en colocaciones financieras de corto plazo. El mercado del eurodólar realizó las operaciones de intermediación y financiamiento en dólares procedentes del déficit estadounidense. Los agentes fueron principalmente empresas y bancos transnacionales (Correa, 1998).

Aunque se trató de salvar el modelo de patrón oro, el sistema propuesto en Bretton Woods murió el 15 de agosto de 1971. Por un lado, Estados Unidos aceptó que ya no estaba en disposición de comprar y vender oro a 35 dólares la onza y que ya no era posible la convertibilidad del dólar en oro. Por otro lado, la decisión unilateral de Estados Unidos provocó el derrumbe del sistema de paridades fijas. Las mayores economías del mundo, representados en ese entonces por el G-10,³⁵ y el Instituto Smithsonian de Washington trataron de restablecer el sistema de cambios fijos devaluando el dólar en 8.5%, lo que incrementó el precio por onza de oro de 35 a 38 dólares, y revaluando las divisas europeas. Esta medida duró hasta junio de 1972, cuando Gran Bretaña no pudo sostener los tipos de cambio acordados y tuvo que cambiar a tipos de cambio variables. En enero 1973 le siguió Italia, y posteriormente las demás economías industrializadas cambiaron sus tipos de cambio para contener los flujos de capital especulativos. Se intentó salvar por segunda vez el modelo devaluando el dólar en más de 11% e incrementando el precio de la onza de oro a 42 dólares. Además, se incrementaron las bandas de flotación de 1 a 2.5% hacia ambos lados. Para incrementar el apoyo al sistema, se intentó incluir al C-20 para su reforma;³⁶ sin embargo, desde su creación el C-20 encontró muchos desacuerdos entre sus miembros para elaborar un proyecto de reforma.³⁷

35 El G-10 lo conforman Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos, a quienes se suma Argentina, Brasil, México, India, Indonesia, Irak, Etiopía, Marruecos, Zaire y Australia para constituir el C-20.

36 Es importante mencionar que el C-20 presentó en su informe del 14 de julio de 1974 una reforma en la que se recomendó el uso de controles de capitales para evitar que los flujos especulativos pudieran desajustar nuevamente el sistema financiero mundial, propuesta que fue rechazada en la reunión de Jamaica del 8 de enero de 1976.

37 Por un lado, no existía consenso en cuáles serían los criterios para modificar las paridades cambiarias y tampoco existía acuerdo para el regreso a la convertibilidad del dólar en oro (Chapoy, 1979).

Las modificaciones que sufrió el mercado financiero internacional en los setenta generaron una amplia oferta de crédito disponible para la periferia. Los eurocréditos se convirtieron en un fabuloso instrumento para canalizar fondos a los países del Sur, precisamente porque permitieron distribuir el riesgo entre un gran número de bancos y porque fue una técnica de préstamo que disminuyó notablemente los costos bancarios (Correa, 1998). Además el incremento de petrodólares³⁸, es decir dólares estadounidenses obtenido a través de la venta de petróleo, incrementó sustancialmente a partir de 1973. Pero no sólo el petróleo generó ingresos significantes a las economías africanas y latinoamericanas. Hubo un incremento sustancial en prácticamente todas las materias primas que se exportaban lo que generó enormes flujos de divisas hacia estos países. El incremento de la liquidez provocó un incremento en la participación del financiamiento privado en los mercados internacionales. Según datos del Instituto Internacional de Finanzas (IIF, 2003; Sevares, 2007), el flujo de capitales neto del sector privado para la periferia se incrementó de prácticamente cero en 1978 a 70 mil millones en 1982. Los bancos, por su parte, no sólo aumentaron sus préstamos sino que comenzaron a presionar a los países periféricos para que se endeudaran (Sevares, 2007).

Paralelamente, los agentes financieros adoptaron conductas agresivas para la colocación de los fondos, pero no tomaron adecuadamente en cuenta los riesgos de insolvencia y permitieron el endeudamiento insustentable de países y empresas. Esto originó que en la década de los ochenta el balance neto del flujo de capitales fuese negativo en tres puntos del PBI de América Latina. Prácticamente, todos los flujos de capitales se fueron al Norte; es decir, los países del Sur financiaron a los países del Norte.

La especulación provocó una nueva era de crisis: la Crisis de la Deuda. Se considera la suspensión de pagos de México, en agosto 1982, como el comienzo de la crisis, ya que frenó la expansión de las instituciones financieras internacionales (Correa, 1998). Sin embargo, su origen tuvo un comienzo en Estados Unidos desde la época de los setenta, cuando los bonos del tesoro ofrecían tasas reales negativas. A finales de esa década, Estados Unidos usó una política monetaria restrictiva

³⁸ El término petrodólar fue acuñado por Ibrahim Oweiss, un profesor de economía de la universidad de Georgetown, en 1973, quién consideró que era necesario tener una palabra para describir la situación que ocurría cuando los países de la OPEP, donde la venta de petróleo le permitía a esas naciones prosperar económicamente e invertir en las economías de otras naciones que compraban su petróleo.

para reducir la inflación, incrementando así las tasas de interés y la revaluación del dólar. Esto generó que los flujos de capital fluyeran hacia dicho país: “Se ha estimado que la fuga de capitales de Argentina entre 1980 y 1984 fue de alrededor de 16 mil millones de dólares [...] de 40 mil millones de dólares de México y de 27 mil millones de dólares de Venezuela” (Girón, 1995:59). Entre 1980 y 2004, por deuda de largo plazo pública y privada y por inversiones extranjeras, América Latina ha exportado flujos de capital por un total de 139, 300 millones de dólares (Ugarteche, 2006).

La crisis de la deuda se trató de solucionar con el Plan Brady -sucesor del Plan Baker³⁹-, el cual redujo el saldo de la deuda a la mitad, una vez que el servicio de la deuda hubo cubierto el saldo de la deuda más de lo necesario, bajo la forma de un pago mayor de los intereses totales en cada ronda. Si Brady no hubiese sugerido un plan para reducir el saldo de la deuda a valores del mercado, que la redujo en aproximadamente en 55% y disminuyó las tasas de interés al 4%, la deuda no habría sido manejable (Ugarteche, 2006).

El mecanismo de reprogramación que se aplicó fue iniciado con la asistencia del FMI, sin que la institución se pronunciara para hacer frente común con el deudor por el problema generado externamente que estaba afectando negativamente la marcha económica de los países. Si el objetivo del

39 En la Asamblea conjunta del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial, en octubre de 1985 en Seúl, el nuevo Secretario del Tesoro de Estados Unidos James Baker presentó un documento titulado "Programa para el Crecimiento Sostenido" en el que se delineaba dicha propuesta, conocida desde entonces como "Plan Baker" (1). Este plan recogía la preocupación de los círculos académicos y políticos norteamericanos acerca del desbalance del comercio mundial y promovía el logro de una recuperación de las economías deudoras que les permitiera restablecer su capacidad de pago de la deuda externa. En este sentido, coincidía con un viejo reclamo de los países en desarrollo, muchas veces desoído por los países centrales. En cierto modo, la propuesta de Baker establecía roles para los actores involucrados: los deudores debían lograr una tasa más alta de ahorro y de inversión internos a fin de propender al crecimiento sostenido, para lo cual debían continuar aplicando los ajustes de corto plazo indicados por el Fondo junto con políticas macroeconómicas aperturistas y de libre mercado, para que la inversión privada encontrara condiciones propicias; los organismos financieros internacionales y los bancos comerciales, por su parte, debían proveer el apoyo financiero necesario a estas políticas. El Plan Baker proponía otorgar fondos por aproximadamente 47 mil millones de dólares a quince países seleccionados entre los de mayor endeudamiento, por un período de tres años. De ese total, 18 mil millones de dólares correspondían a las estimaciones de desembolsos brutos corrientes (6 mil millones por año) de los organismos multilaterales de crédito, los que agregarían luego 9 mil millones complementarios, en un período similar. Los bancos comerciales debían aportar los 20 mil millones de dólares restantes. El monitoreo permanente del Fondo sobre cuestiones de corto plazo y del Banco en cuestiones atinentes a cambios estructurales garantizaría el cumplimiento de los compromisos asumidos por los deudores.

FMI era mantener la estabilidad internacional, el resultado fue ambiguo, ya que si bien impidió una posible crisis bancaria en Estados Unidos, por otra parte empujó a América Latina y al África a una depresión (Ugarteche, 2006).

La política del FMI buscó crear estabilidad bancaria, en especial en Estados Unidos, con el fin de mantener la estabilidad mundial. Otra vez trató de eliminar los síntomas en vez de curar al SFI de su enfermedad. Se preocupó por imponer políticas de ajuste y enfrentar los altos costos de la deuda, en vez de solucionar los orígenes de la especulación que generaron las tensiones monetarias internacionales. Las políticas del FMI no abordaron los problemas de la libre circulación de los flujos de capital, de las altas tasas de interés internacionales y de los precios en baja de las materias primas, sino que se concentraron, en cambio, en el Estado como asignador ineficiente de recursos, y pidió el cambio del modelo de sustitución de importaciones seguido durante décadas por los países latinoamericanos.

1.2.3. Los inicios de la nueva gobernanza financiera: el “Consenso de Washington”

En noviembre de 1989, John Williamson –apoyado por Richard Feinberg, Stanley Fischer y Allan Meltzer– formuló un decálogo de puntos que hoy se conocen como el “Consenso de Washington”.⁴⁰ El documento originalmente llevaba el nombre de “*What Washington Means by Policy Reform*”, que puede traducirse como “Lo que Washington quiere decir por reformas políticas”. Williamson definió el decálogo como una lista de diferentes puntos económicos que consideraba que todos -en mayor o menor grado - en Washington estarían de acuerdo.⁴¹

40 El término “Washington” no sólo se refería al gobierno de los Estados Unidos, sino también a las instituciones financieras internacionales. Incluía al Congreso de Washington, la clase tecnócrata de la administración del ejecutivo, las instituciones financieras internacionales, las agencias económicas del gobierno de Estados Unidos, la junta de la Reserva Federal y las think tanks. El Instituto de Economía Internacional contribuyó a codificar y posteriormente propagar las recomendaciones llamándolo el “Consenso de Washington” (Balassa *et al.*, 1996).

41 La cita original dice (Williamson, 2004:1): “[...] with a common set of issues, I made a list of ten policies that I thought more or less everyone in Washington would agree were needed more or less everywhere in Latin America, and labeled this the ‘Washington Consensus’”.

Originalmente, el paquete de medidas propuestas por Williamson estaba pensado únicamente para la región latinoamericana, pero pronto se volvió un decálogo universal. Las políticas del Consenso de Washington de Williamson –expresión del pensamiento neoliberal de Bauer–,⁴² consistían de disciplina fiscal, reordenamiento del gasto público, reforma tributaria, liberalización financiera⁴³, tipo de cambio competitivo, apertura comercial, liberalización de la inversión extranjera, privatizaciones, desregulaciones y derechos de propiedad (Williamson, 2004).

En el caso latinoamericano, es importante ver cómo en función de un imperialismo intelectual, y después económico, la perspectiva occidental universalista quiso imponer su visión del mundo y su modelo de desarrollo.⁴⁴ Los consejos de las instituciones financieras internacionales, como el BM, el BID, el FMI, etc., pregonaron para los dos continentes un modelo de desarrollo que iba a resolver la crisis, la pobreza y, en general, el mal del mundo a través del “Consenso de Washington”. El consenso fue una técnica nueva, pero no la sustancia ni los principios: “En milenios anteriores se pregonaba el alcance del bien y del paraíso al tiempo que se anunciaban los pecados malditos; en la actualidad se siguen pregonando las mismas recetas de las teorías de la emancipación y del universalismo moderno proveniente de la economía de mercado y de la mundialización de la economía –es decir, la apertura total de los mercados de bienes y financieros de los países subdesarrollados–; todo ello no es más que el reflejo del bien prometido por el mesianismo judeo-cristiano” (Maffesoli, 2002:31).

La apertura de los mercados financieros en América Latina debería haber abaratado el costo de capital en los mercados del Sur evitando las restricciones a los movimientos y sin impuestos que gravaran las transacciones. El efecto existente y estudiado es que en todos los países se produjo una burbuja financiera por un exceso de créditos de corto plazo interbancarios, y que los bancos prestaron hasta el punto de explosión de la burbuja. La liberalización financiera provocó la apertura de las bolsas de valores nacionales al capital internacional, lo que también trajo consigo grandes cantidades de capital especulativo de los inversionistas institucionales. Esto generó problemas de co-movimientos o

42 Para un estudio más detallado, véase Peter T. Bauer, *Dissent on Development*, Harvard University Press, 1972.

43 Sobre este punto, Williamson argumenta que no se refirió a la apertura de las cuentas de capital, lo cual es poco creíble, ya que prácticamente todos los países liberalizaron sus cuentas de capital. Williamson escribe que fue uno de los puntos de mayor desacuerdo, junto con el recorte de gasto militar, el gasto medioambiental y la política de atracción de IED mediante las tasas de interés (Williamson, 2004).

44 Para una discusión sobre los modelos de desarrollo, véase el capítulo 3.

contagios financieros que se estudiarán detalladamente en las próximas secciones. El auge de bancos privatizados y la liberalización de movimientos de capital, con lo cual se intentó incrementar la tasa de formación bruta de capital,⁴⁵ condujo tanto a quiebras bancarias como a crisis bursátiles y la tasa de formación bruta de capital en el PIB se estancó en alrededor del 20% (Ugarteche, 2006).

1.2.4. Las políticas del FMI, su caída y los nuevos conceptos de sistemas financieros mundiales

Hacia fines de los ochenta los países latinoamericanos lograron controlar la inflación; sin embargo, el impacto de las reformas sobre el crecimiento económico era adverso. Pero el FMI seguía vendiendo la esperanza de que la situación creaba condiciones de un crecimiento futuro sobre una nueva base. Exceptuando Chile, ningún país de América Latina creció a tasas vistas anteriormente. Las políticas del Consenso de Washington no sólo no generaron ningún crecimiento real significativo, sino que incrementaron la volatilidad de los mercados financieros nacionales. Las crisis de México, Sudeste Asiático, Rusia, Brasil, Turquía y Argentina fueron algunas de las consecuencias. La propuesta de reforma al SFI surgió precisamente por estas crisis financieras y por la impotencia de las organizaciones financieras supranacionales para resolver las crisis después de años de propagar la desregulación financiera, lo que profundizó los desequilibrios económico-financieros regionales.

Durante la segunda mitad de los noventa se crearon distintos comités para discutir reformas al sistema financiero mundial. Dos de los puntos de mayor relevancia fueron los controles de capital para controlar en cierta medida la especulación y la regulación o desregulación de las agencias calificadoras. Éstas han jugado un rol fundamental en direccionar a los flujos de inversión extranjera desde comienzos de la desregulación financiera. Aunque hubo una gran cantidad de propuestas, los esfuerzos de una reforma a fondo jamás llegaron. El FMI seguía imponiendo como condicionalidad políticas de

⁴⁵ Son las inversiones que llevan a cabo las unidades productivas para incrementar sus activos fijos; los bienes están valuados a precios de comprador y pueden ser obtenidos mediante compra directa o ser producidos por cuenta propia. Se incluyen los gastos en mejoras o reformas que prolongan la vida útil o la productividad de un bien. Se agrega también el valor de los bienes nuevos producidos en el país, tales como construcciones, maquinaria, equipo de transporte y equipo en general, así como los importados, aunque éstos sean usados.

desregulación financiera. Sin embargo, fueron estas políticas las que, según Stiglitz (2002; 2006), crearon un subproducto del fundamentalismo del mercado, el cual se agravó por las recomendaciones del FMI en el mismo sentido.

El informe más importante fue el de la Comisión Meltzer. En noviembre de 1998, el congreso estadounidense creó la “Comisión Asesora sobre Instituciones Financieras Internacionales”, llamada también Comisión Meltzer, con el objetivo de estudiar y proponer el papel que en el futuro deben tener siete instituciones financieras internacionales: el FMI, el BM, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco de Desarrollo Asiático, el Banco de Desarrollo Africano, la Organización Mundial de Comercio y el Banco de Pagos Internacionales (Correa, 2000).

Sus propuestas de reformas fueron la eliminación de duplicidades, recuperar funciones y hacer el funcionamiento de las instituciones más eficiente. Los cambios más importantes se refirieron al FMI y a los bancos de desarrollo. El informe sugirió que el FMI debería actuar como cuasi-prestamista de última instancia para los países del Sur; sin embargo, sus operaciones debían limitarse a la provisión de liquidez de corto plazo. Según Correa (2000:6-7): “La provisión de liquidez de corto plazo puede efectuarse a través de préstamos de corto plazo con una elevada tasa de interés, por encima de la que estuvieron contratando recientemente en el mercado, y el FMI debe asegurarse de mantener sus préstamos en primera prelación. Así, se busca que el FMI sirva solamente para prevenir pánicos o crisis”. Sin embargo, sólo los países del Sur que han establecido previamente políticas financieras “sanas” podían solicitar ayuda al FMI. Estas precondiciones propuestas fueron cuatro:

1. Libertad a la entrada y operación de instituciones financieras extranjeras, instrumentada de manera escalonada durante un periodo de algunos años. La mayor presencia de las instituciones financieras extranjeras contribuye a reducir las crisis financieras futuras.
2. Cada país que recurre al financiamiento del FMI debe publicar de manera regular y periódica el perfil de vencimientos de su deuda pública y deuda garantizada, así como el de sus pasivos fuera de balance.

3. Los bancos comerciales deben estar adecuadamente capitalizados, bien sea a través de su posición accionaria, de acuerdo con las normas internacionales, o bien a través de deuda subordinada detentada por entidades no gubernamentales o por sus filiales.
4. El FMI debe establecer los requerimientos fiscales apropiados para asegurar que los recursos públicos no sean usados en sostener políticas de gasto irresponsables.

El gran debate, la velocidad con que se abrían las cuentas de capital, se dejó de lado o ni siquiera se tomó nota. Las instituciones supranacionales, y en especial el FMI, se debilitaron aún más con las crisis del sudeste asiático, rusa, brasileña, turca y argentina y su total indiferencia. En 1997 el FMI hizo lo acostumbrado en cuanto a recomendaciones: reducir gasto público, reducir demanda privada, aumentar impuestos y contraer la oferta monetaria elevando la tasa de interés, a pesar de que no había desequilibrios fiscales, induciendo así una depresión económica al mismo tiempo que a un *crash* bancario.

Las instituciones financieras mundiales perdieron aún más en reputación por el éxito que tuvieron los contraejemplos. Malasia desoyó al FMI y cerró sus flujos de capitales de corto plazo para amortiguar la salida de capitales especulativos que de forma creciente estaba ocurriendo en todo el resto de la región. El resultado fue que a Malasia le fue mejor que al resto de los países en cuanto a caída del PIB y su recuperación. Stiglitz, entonces en el BM, criticó al FMI lo que llevó a un debate con Larry Summers y a su posterior renuncia “voluntaria” al banco. El tema de la discusión fue si servían las recomendaciones del FMI en el contexto de economías críticas o si las políticas eran procíclicas, ayudando a deprimir aún más en lugar de ser contracíclicas y ayudar a estabilizar las economías (Ugarteche, 2006). En 2003 el presidente de Argentina, Néstor Kirchner, no aceptó las recomendaciones del FMI y procuró tener un adecuado asesoramiento financiero para emprender la recuperación económica. Negoció la deuda externa, redujo el saldo de la deuda en un 75% y le pagó al FMI sus préstamos para no tener que requerir más de sus servicios. Más del 80% de los acreedores aceptaron estos términos.

Se puede concluir que, debido a la falta de voluntad política de aplicar distintas propuestas para un “nuevo” sistema financiero internacional, la comunidad financiera internacional siguió dependiendo durante los años noventa principalmente del FMI y del Banco Mundial, como las autoridades internacionales más importantes, para la aplicación obligatoria de las distintas normas, convenios y demás regulaciones que se propongan. Los distintos esfuerzos para crear un “nuevo” sistema financiero mundial se enfrentaron al desinterés del Norte, a la falta de acuerdo para alcanzar una reforma a fondo y, finalmente, como un resultado de la configuración de tendencias de transformación en las estructuras financieras en el marco de los intereses propios de los grandes conglomerados financieros en expansión (Correa, 2000).

La libertad de movimientos de capital han conducido a la quiebra y a problemas de contagio financiero a muy diversos sistemas financieros del mundo; y su regulación no ha sido considerada por los países del Norte, sino, por el contrario, con el Acuerdo de Servicios Financieros de la Ronda de Doha pide la desregulación financiera completa.

Desde la crisis asiática se viene proponiendo un nuevo sistema o arquitectura financiera mundial desde el Sur. Principalmente, se propone que el estabilizador monetario debe ser regional y desconectado de toda condicionalidad. Además, dichas instituciones deben ser autónomas, libres de cualquier presión de algún gobierno o grupo de interés. Varios autores, entre ellos Ugarteche (2006) y Bello (2005), consideran que el FMI jamás podrá resolver los problemas financieros mientras no despolitice sus políticas y reforme su sistema. La regionalización va a atener la solución de crear políticas a la medida en vez de proponer soluciones generales para resolver el mundo. Sin embargo, hasta la fecha ninguna de estas nuevas propuestas de arquitectura financiera han mostrado un concepto concreto de como hacerle frente al problema de la especulación financiera y sus impactos en la economía real.

1.3. Liberalización y privatización en América Latina y sus repercusiones

En la década de los ochenta del siglo XX, la mayoría de los países latinoamericanos comenzaron un proceso de reforma económica, que fue el inicio de la conocida como la “era neoliberal”. Aunque la duración y la profundidad de este proceso varió de país a país, sus principios básicos fueron muy similares en todos: disciplina fiscal y monetaria, desregulación financiera y determinación de las fuerzas del mercado en la asignación y distribución de los recursos. Aunque estas reformas generaron una baja en la tasa de inflación y consiguieron el control de esta variable, no se logró la estabilidad financiera, como lo muestra la gran cantidad de crisis financieras que ocurrieron en los años noventa, y tampoco se alcanzaron tasas de crecimiento significantes ni se redujeron las desigualdades económicas, como lo habían predicho los evangelizadores de esa teoría (World Bank, 1997).

En lo que respecta a la desregulación financiera, se argumentaba que los mercados financieros que funcionan bien promueven el crecimiento (Levine, 1997) y que la única forma en que éstos funcionasen bien era desregulándolos. Toda intervención o regulación podía provocar una asignación suboptimal o, peor aún, podría desincentivar la entrada de nuevos flujos. Aunque ya existían estudios centrados en el impacto negativo de las crisis financieras (tipo de cambio, bancaria y bursátil), éstos no se tomaron en cuenta con el argumento de que aunque a corto plazo pudiera provocar una caída, en el largo plazo la desregulación iba a provocar unas tasas de crecimiento más altas. Así surgieron una gran cantidad de estudios (Atje y Jovanovic, 1993; Barro, 1990; Beck et al., 2000; King y Levine, 1993) que trataban de demostrar que el desarrollo de las instituciones financieras y de los mercados promovía de forma más eficiente las inversiones, y por lo tanto, se generarían tasas de crecimiento de largo plazo. Sin embargo, los autores no pudieron demostrar que el desarrollo de los mercados financieros tenía que ver directamente con la desregulación, ya que existe un problema esencial en las ciencias sociales por el que no es posible realizar una comparación con una aplicación de modelo sin desregulación financiera, es decir, con una hipótesis alterna.⁴⁶

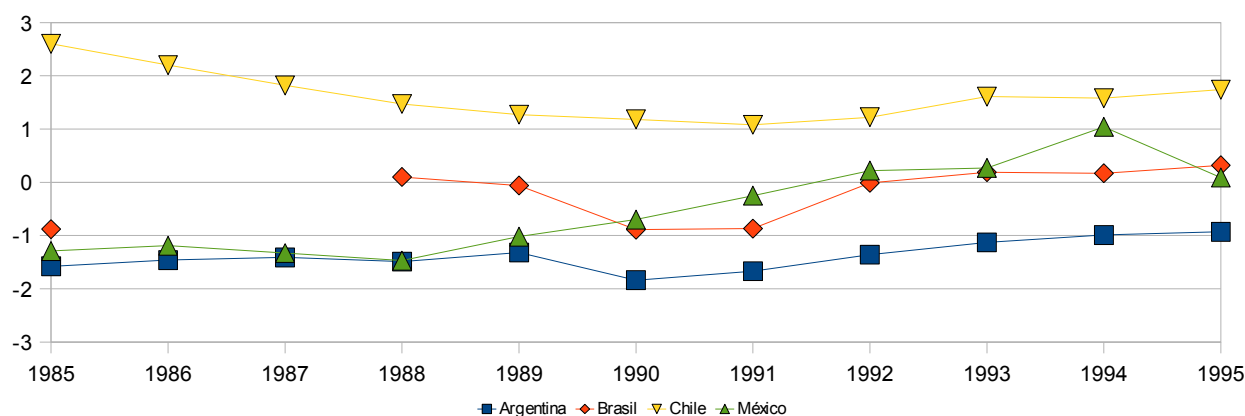
Aunque La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1996) concluyeron que el crecimiento económico sólo puede perdurar con políticas públicas de normas y regulaciones que el mercado por sí mismo no genera, desafortunadamente, su crítica no fue tomada en cuenta en las políticas neoliberales,

⁴⁶ En el capítulo 3 se profundizarán dichos estudios.

y menos aún en los sectores financieros. El patrón que se debía seguir en América Latina fue una liberalización radical (World Bank, 1997) y una regulación mínima posterior, y muchas veces arbitraria, sólo si los grupos de interés se veían afectados.⁴⁷

Las políticas principales de liberalización de los mercados financieros eran la remoción de los controles de las tasas de interés, la eliminación de políticas de fomento de créditos hacia ciertos sectores económicos, la privatización de todos los bancos estatales y la liberalización de los regímenes de inversión extranjera. Sin embargo, no se observan grandes reformas de regulación y transparencia, por lo que los dos sectores principales del mercado financiero, el bancario y las bolsas de valores, no tuvieron restricciones fuertes. El sistema bancario se caracterizó por el crédito al consumo pero sin regulación alguna, por lo que el sector bancario latinoamericano quebró a los pocos años de haber sido liberalizado. El argumento principal era que los bancos no necesitaban de ninguna regulación, porque al ser privados generaban automáticamente los incentivos de atraer los ahorros para invertirlos en proyectos altamente rentables.

Gráfica 1: Índice de desarrollo bancario 1985-1995



Fuente: Financial Statistic database, IMF citado en Worldbank, 1997.

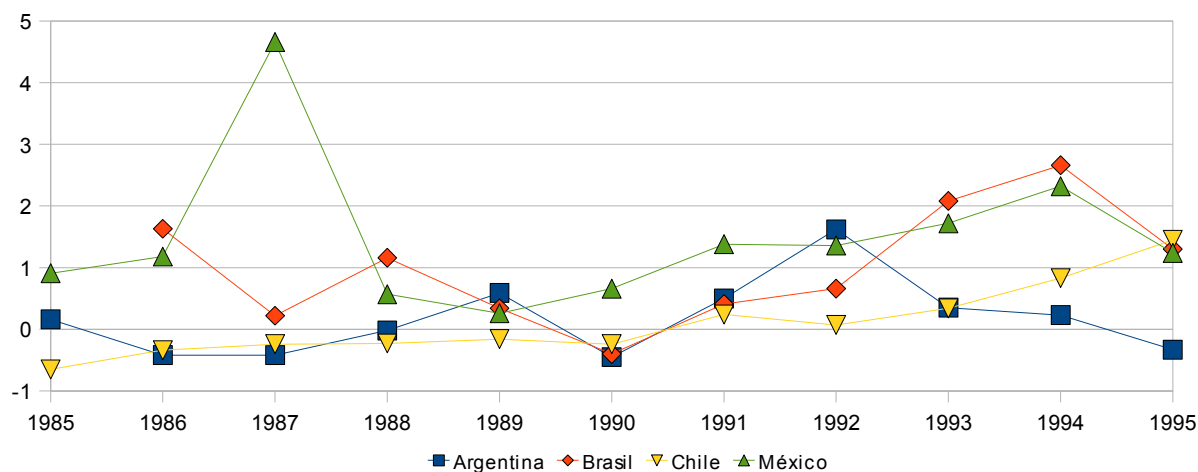
⁴⁷ Aunque durante mucho tiempo se pensó que esta forma de liberalización y regulación arbitraria es un mal latinoamericano y que se debía a las políticas arbitrarias de estos países que llevaban cientos de años, desde la crisis hipotecaria estadounidense de 2007-2008, cuando se ven los mismos patrones de crisis, se puede notar que se trata más bien de un problema del pensamiento ideológico neoliberal que de uno antropológico-político.

El índice mostrado en la gráfica 1 incluye los índices de razón de pasivos líquidos a PIB y de razón de asignación del crédito al sector privado a PIB de los países seleccionados para esta investigación. Se observa que no hubo cambios significativos en el desarrollo bancario desde 1985, tomando en cuenta que en ese momento los países latinoamericanos se encontraban en plena crisis de la deuda. Únicamente México repuntó, pero hay que mencionar que en la década de los ochenta estaba también muy por debajo de los demás países latinoamericanos. Chile, que era el país más avanzado en la liberalización, tampoco incrementó su índice, por lo que se puede concluir que la liberalización del sistema bancario no produjo una mejora real.

Las bolsas de valores se vieron frente a una gran cantidad de capitales golondrinos; aún más al no haber una regulación ni políticas de fomento a la creación de empresas, este capital sólo se mantuvo en el mercado secundario, donde creó grandes burbujas especulativas que tarde o temprano tenían que estallar, como sucedió en 1994, 1998 y 2001. Los indicadores con los que se trataba de mostrar el desarrollo de los mercados bursátiles fueron: 1) la razón de la capitalización promedio a PIB, con la cual se trataba de medir el tamaño de los mercados bursátiles en relación a la economía total; 2) el volumen de negociación durante un año dividido por el PIB para mostrar la liquidez del mercado; 3) la razón del valor total negociado en un año dividido entre la capitalización del mercado bursátil, y 4) la disponibilidad de la información de las empresas cotizadas en las bolsas obtenidas de la International Financial Corporation (IFC).

En el índice en la gráfica 2 se puede observar que Argentina, Brasil y México mostraron ser mercados muy pequeños pero con una altísima negociación de títulos, mientras que Chile era una bolsa relativamente grande en comparación con las latinoamericanas pero con una negociación mucho más pequeña. La mayoría de los países latinoamericanos registraron incrementos importantes en su capitalización a finales de los ochenta, cuando estaba en pleno auge la privatización de empresas estatales.

Gráfica 2: Índice de desarrollo del mercado accionario 1985-1995



Fuente: Emerging Stock Market Facebook (IFC) citado en Worldbank, 1997.

El problema principal de este índice –que muestra los resultados de las desregulaciones en los mercados bursátiles– es que mide algunos indicadores asumiendo que la teoría en la que está basada es correcta. Faltan, por ejemplo, las nuevas ofertas públicas iniciales, las cuales seguramente se consideraron superfluas, ya que la teoría financiera argumenta que cualquier proyecto rentable puede conseguir financiamiento (Brealy *et al.*, 2007, cap. 15). Sin embargo, la liberalización sin cambios en las normas y sin políticas de fomento para nuevas empresas inhibió que el capital financiero se utilizara para financiar las nuevas empresas. Así, la concentración de capital en los mercados (el porcentaje del total de capitalización de las 10 principales empresas) apenas bajó de 51% en 1990 a 46% en 1995 (IFC, 1995). En el mismo periodo los nuevos países asiáticos industrializados bajaron de 40% en 1990 a 32% en 1995, mientras que en los países de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) el porcentaje siempre ha fluctuado alrededor del 30%. Se observa, pues, que las reformas se implementaron principalmente para atraer capitales que sirvieran a las grandes empresas y a los Estados para que pudieran refinanciarse con tasas de interés más bajas, pero no estuvieron acompañadas, como en el caso asiático, de un fomento a las ofertas públicas iniciales.

Los demás índices, aunque mejoraron, seguían siendo muy bajos en comparación internacional. Así, la capitalización de los mercados bursátiles con relación al PIB en 1995 era para la OCDE de alrededor del 60%, en los países asiáticos del 130% y en América Latina apenas del 20%. Y la razón del valor total negociado en un año dividido entre la capitalización del mercado bursátil para medir la liquidez era aún peor (1995): la OCDE, del 30%; los países asiáticos, de alrededor del 55%, mientras que en América Latina era de únicamente el 5%.

Por otro lado, la liberalización financiera tuvo como segundo objetivo hacer más eficiente el ahorro agregado, debido al riesgo, a las inversiones más rentables. Una forma ha consistido en la modernización de las bolsas de valores. Con esto los ahorradores domésticos deberían tener la posibilidad de invertir su capital financiero y así incrementar el ahorro, lo cual traería el progreso a la región. Por su parte, teóricamente, se consideraba que los beneficios de la movilidad de capitales en el desarrollo de los mercados financieros serían varios: 1. apoya la eficiencia y la fortaleza del sistema financiero, con lo que se posibilitan menores costos financieros, una incorporación más rápida de las innovaciones y una mejor asignación de recursos; 2. aporta liquidez a los mercados y reduce las restricciones a esa liquidez en los periodos desfavorables; 3. facilita la diversificación de riesgos y protege a la economía doméstica de los *shocks* externos (todo esto permite estabilizar los flujos de ingreso, consumo e inversión); y 4. la competencia internacional introduce disciplina en las políticas macroeconómicas e incentiva la aplicación de mejores políticas financieras (Marshall, 2000).

El Consenso de Washington de los años noventa, con sus reformas de libre mercado, “estabilizó” la economía con la privatización de la mayoría de las empresas estatales, las cuales comenzaron a cotizar en las bolsas de valores. La idea era atraer los millones de dólares en ahorros depositados por la población latinoamericana en bancos extranjeros y que comenzaran a adquirir esas acciones. Aunque las reformas consiguieron atraer grandes cantidades de capital, éstos eran mayoritariamente de fondos de inversión y pensión del Norte Global.⁴⁸ Hubo incrementos espectaculares en los valores. La capitalización total de los principales mercados de valores de la región aumentó de unos 37 mil millones de dólares en 1987 a 680 mil millones de dólares en 1997

⁴⁸ Si bien las reformas privatizadoras de la seguridad social en América Latina crearon fondos que se fueron a las bolsas de valores, las mismas reformas de liberalización financiera evitaron que esos recursos se mantuvieran en las bolsas de sus respectivos países para lograr un volumen propio y por el contrario, se invirtieron en las distintas bolsas del mundo.

(Constance, 1997). Sin embargo, aunque hayan tenido un repunte espectacular en el incremento del valor, las empresas no representaban a la economía. Así, la capitalización total de los mercados de la región equivalía solamente a alrededor del 30% del PIB (FMI, 1996), algo muy distinto de lo que ocurrió en su contraparte asiática, donde la relación había llegado al 100% en el mismo periodo.

Esto se debió, como se apreciará en el capítulo 3, a que los mercados de valores en América Latina representaban sólo a un puñado de empresas. Las empresas eran, por un lado, del sector industrial y, por otro, de servicios públicos privatizadas. De esa forma, en las bolsas de Brasil y México alrededor de la mitad de la actividad diaria involucraba a las acciones de sus empresas telefónicas predominantes (Constance, 1997). El gran grueso de las empresas no podían conseguir financiamiento por medio del mercado accionario, por lo que se veían obligadas a conseguir el capital financiero, en algunos casos mediante créditos bancarios, pero principalmente mediante créditos de proveedores y formas informales, las dos formas de financiamiento más importantes en la actualidad. En Argentina, Brasil y México, que en conjunto suman dos tercios de la capitalización de mercado de la región, el número de empresas que cotizan en bolsa ha permanecido igual desde 1987 o ha disminuido.

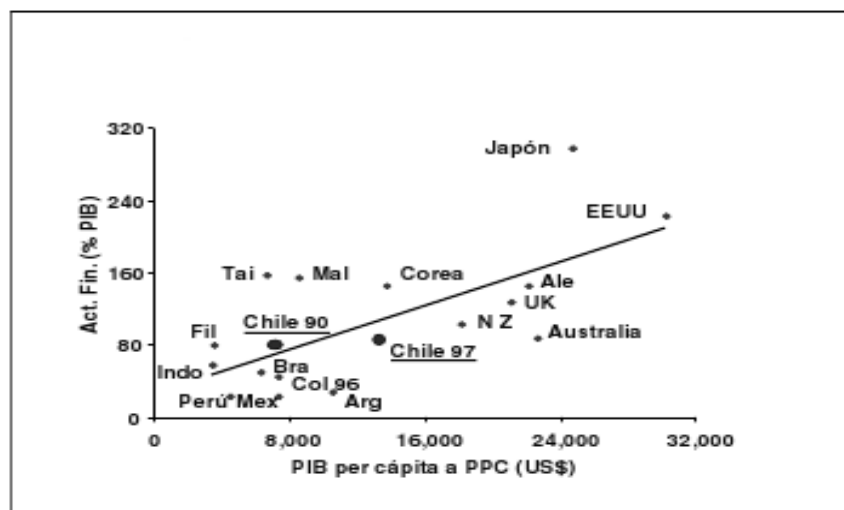
Este problema es uno de los dos factores que originaron que los mercados bursátiles no lograran la profundidad⁴⁹ necesaria. La falta de profundidad en los mercados bursátiles tiene un efecto muy tangible en la economía real, porque este tipo de financiamiento ofrece una alternativa al financiamiento bancario, de proveedores e informal. Además los mercados de valores que funcionan bien ofrecen un destino diferente y más productivo al ahorro interno (Constance, 1997).

El segundo punto es que la liberalización financiera no logró crear una sociedad ahorradora en títulos financieros. Esto se debió principalmente a dos factores: por un lado, la mala distribución del ingreso y la reducción de la clase media hicieron que fuera un grupo pequeño de la población el que tuviera la posibilidad de ahorrar una suma cuantiosa para invertir; por otro, las bolsas de valores no sólo no incrementaron el número de empresas que cotizan, sino que, por las altas barreras impuestas, tampoco hubo un incremento significativo de accionistas nacionales. En el caso mexicano, un

⁴⁹ Se llama “profundidad” a una serie de características que puede encontrar un inversionista en un mercado: la variedad de instrumentos financieros, la cantidad y calidad de información de las empresas y el número de accionistas o, dicho de forma financiera, el grado de liquidez de los mercados.

accionista necesita por lo menos 50 mil dólares para poder invertir (Accival Banamex) y en las demás casas de bolsas requiere un mínimo de 200 mil (Málaga, 2005). De esta manera la inversión nacional proviene principalmente de los programas de retiro y de jubilación que se privatizaron con la implementación de las políticas del Consenso de Washington.

Gráfica 3: Activos financieros totales

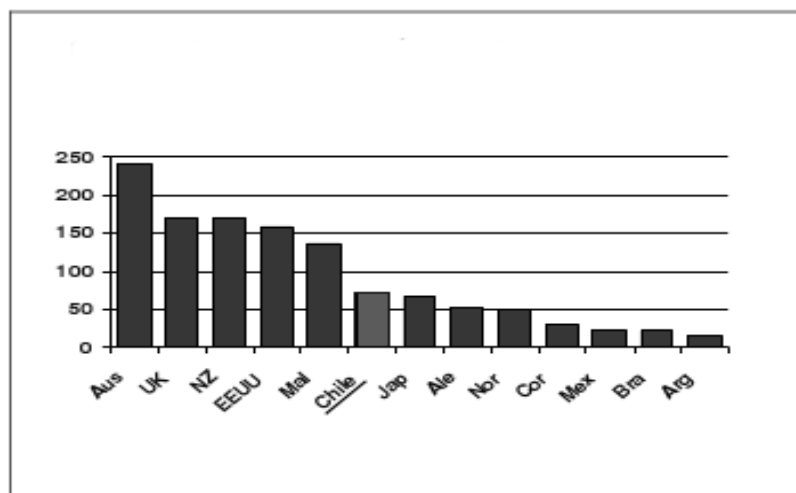


Fuente: Economic Reform and Progress in Latin America and the Caribbean, World Bank.

De tal manera, en materia de profundidad del mercado financiero, en la gráfica 3 se observa que Chile es el único país latinoamericano que presentó un desarrollo que corresponde a su nivel de ingreso por habitante. Los países con mayor profundidad financiera son del Norte, en especial Estados Unidos y Japón. Chile, por su parte, aunque mostró una mayor profundidad financiera que el resto de los países de América Latina, esta muy distante de los países del Norte. Se puede decir que los países latinoamericanos se sitúan en un lugar muy bajo y que Chile ocupa un lugar intermedio.

Respecto de la profundidad del mercado bursátil, medido por el coeficiente de capitalización con relación al PIB, Chile fue otra vez la excepción latinoamericana. Mostró el nivel más alto de todos los países latinoamericanos, pero comparado con los países del Norte su situación siguió siendo insignificante (Gráfica 4). Argentina, Brasil y México por su parte tuvieron una capitalización muy baja, que en porcentaje del PIB representó alrededor del 20%.

Gráfica 4: Capitalización del Mercado Bursátil (% PIB)



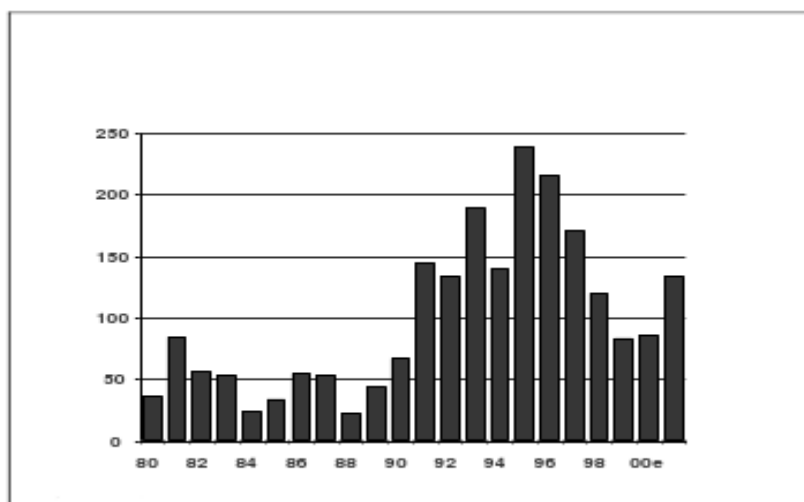
Fuente: International Finance Corporation, 1998.

Resultados muy similares muestra el índice de desarrollo financiero del Foro Económico Mundial en un estudio realizado en 2008, a dos décadas de que las políticas de liberalización y desregulación de los mercados bursátiles fueran implementadas en América Latina. Este índice mide distintos factores, como el tamaño de los bancos y de las compañías financieras no bancarias, la liquidez de las acciones y de otros mercados de 52 países, entre otros. En este índice, Chile ocupó el lugar 30, es decir, estuvo a media tabla, mientras que los restantes tres países latinoamericanos de la muestra (Argentina, Brasil y México) ocuparon lugares entre el 40 y el 50, es decir, en el último tercio de los países analizados (Bnamericas, 2008).

Chile que fue el único de los cuatro países de América Latina estudiados que tuvo control de capitales, y fue el que más profundidad tenía; sin embargo, comparado con los mercados del Norte, en el mejor de los casos a su desempeño se le puede considerar mediocre. Ninguno de los países latinoamericanos consiguió generar una gran profundidad financiera. En vez de regular para incrementar el número de accionistas nacionales, se prefirió atraer los fondos de inversión y de pensión tanto nacionales como extranjeros.

El ahorro interno se vio limitado a no invertir en sus propias bolsas. Sólo le quedaba invertir en el extranjero o bien entregar sus ahorros a algún fondo. Por eso se reformaron los sistemas de pensiones para que los trabajadores depositaran sus contribuciones jubilatorias en fondos de inversión privados (Marshall, 2000). Según el banco de inversión Salomon Brothers Inc., los activos de los fondos de pensiones en América Latina aumentaron de 50 mil millones de dólares en 1993 a unos 130 mil millones de dólares en 1997, y seguían creciendo a un ritmo de alrededor de mil millones de dólares mensuales (Constance, 1997). Los fondos mutuos y de pensiones locales tomaron una creciente proporción de las nuevas emisiones de papeles gubernamentales. Las pocas ofertas públicas iniciales de obligaciones y acciones de empresas privadas eran adquiridas casi enteramente por inversionistas extranjeros. Los fondos nacionales jamás tuvieron la liquidez suficiente. Según el *Wall Street Journal*, las acciones y obligaciones compradas por los inversionistas locales durante el periodo 1991-2000 únicamente fue de entre un 20 y un 30%. Esto generó uno de los problemas principales, la alta dependencia de los flujos de los fondos de inversión y pensión extranjeros. Sin embargo, estos fondos miden y comparan los títulos según sus rentabilidades en moneda extranjera –por lo general, en dólares– con sus alternativas en todo el mundo. De esta forma, la inversión extranjera especulativa no sólo depende del rendimiento en función del riesgo de cada empresa sino también del tipo de cambio.

Gráfica 5: Flujos de capital a economías emergentes (US\$ miles de millones)



Fuente: Inversión y volatilidad financiera en América Latina , Cepal, 2002.

Como los inversionistas institucionales invierten por regiones, un cambio en la percepción del riesgo puede significar una volatilidad muy alta de los flujos entre regiones de países en vías de desarrollo, como se observa en la gráfica 5. Es así que debido a la crisis mexicana de 1994 hubo una reducción significativa de los flujos de capitales bursátiles. A comienzos de los años noventa estos flujos alcanzaron unos 150 mil millones de dólares anuales. Luego crecieron rápidamente hasta superar los 200 mil millones de dólares en el trienio de 1995 a 1997.⁵⁰ Especialmente fuerte fue la reducción de los flujos que resultó de la crisis asiática, la cual, a diferencia de otros contagios anteriores, que únicamente afectaron a una región, impactó en todas las regiones del Sur, en especial en Rusia y Brasil. Como la inversión en portafolio fue cada vez mayor entre estos flujos (véase la gráfica 6), también se incrementaron cada vez más la volatilidad y los co-movimientos.

Se puede concluir que la idea central de la política de la liberalización neoliberal de los mercados bursátiles en América Latina falló rotundamente. Ni el Stock Market Development Index del IFC, que se midió en el primer intento de hacer reformas a los mercados bursátiles durante 1985-1995,

⁵⁰ Se debe aclarar que las cantidades que invierten los inversionistas institucionales en los mercados del Sur son sólo un porcentaje pequeño de sus inversiones. El porcentaje mayor se invierte en los mercados del Norte. Sin embargo, para las bolsas del Sur esas cantidades representan un porcentaje muy significativo.

ni el Índice de Desarrollo Financiero del Foro Económico Mundial de 2008 muestran mejoras significativas. Sin embargo, a diferencia del sector bancario, que sigue con las legislaciones de las reformas de la segunda mitad de los ochenta, el sector bursátil ha tratado de reformarse continuamente. Así, a principios del siglo XXI prácticamente todos los países latinoamericanos reformaron las leyes de gobierno corporativo y de accionistas minoritarios. Sin embargo, aún no se han obtenido los resultados deseados, aunque los Estados han podido incrementar su emisión de deuda en moneda local y, por consiguiente, a tasas más bajas y con fechas de vencimiento cada vez más duraderos. Por otro lado, la gran cantidad de flujos de inversión de cartera prácticamente sólo ha sido aprovechado en la privatización de las empresas estatales. Para que esas grandes cantidades de flujos pudieran ser aprovechados para financiar el crecimiento económico, hubiera sido necesario fomentar a las medianas empresas con garantías estatales para que pudieran lanzar sus ofertas públicas iniciales. Además, mientras no se regule a la banca de inversión para que baje sus requisitos y la clase media latinoamericana pueda invertir sus ahorros, no se generará un flujo de liquidez estable para las bolsas.

1.4. La economía política de la inversión de cartera y los inversionistas institucionales en los mercados emergentes de América Latina

Haciendo una revisión de la historia financiera del mundo de Ferguson (2008)⁵¹ se observa que hasta la primera mitad del siglo XX los inversionistas invertían su dinero en unas cuantas empresas que analizaban detalladamente y que creían conocer. De esta manera las crisis generadas por el sistema financiero era muy profundo pero sólo local. El caso más concreto surgió con John Law y la Compagnie d'Occident, empresa en la que la sociedad francesa depositó toda su confianza y sus ahorros. El estallido de la burbuja provocó un gran empobrecimiento de la clase media e incluso para algunos historiadores el comienzo de la revolución francesa. Algunos inversionistas comenzaban a entender que podían reducir la volatilidad comprando diferentes títulos, sin embargo es la tesis de Markowitz en 1952 “Portfolio Selection”, tesis que fue rechazada por Milton Friedman argumentando que era un tema matemático y no económico, la que popularizó el concepto de diversificación.⁵² A esta investigación le siguió otra, de Tobin en 1958, que también constituiría un hito en el tema. El primer trabajo demostró estadísticamente que la diversificación disminuye la volatilidad y el segundo formalizó el supuesto básico de la teoría financiera clásica, al afirmar que los inversionistas son

51 Otros libros muy recomendables son Kindleberger (1988; 1991) y Galbraith (1993).

adversos al riesgo y que, por lo tanto, demandan un mayor rendimiento al enfrentarse a la incertidumbre. Las dificultades que generaba calcular el modelo de portafolio para los inversionistas llevó a que a mediados de los años sesenta William Sharpe (1964) y John Lintner (1965) y principios de los setenta, Fisher Black (1972) publicaran un conjunto de artículos que dieron origen al modelo conocido hoy en día como Capital Asset Pricing Model (CAPM). Este modelo tiene como objetivo definir el rendimiento esperado de una inversión tomando en cuenta la cantidad de riesgo sistemático que se asume de acuerdo con el coeficiente beta de la misma.⁵³

La teoría de portafolios redujo el concepto de inversión al análisis de unas medidas estadísticas. El esquema gira en torno a los conceptos de *riesgo*⁵⁴ y *rendimiento* analizados a través de las medidas estadísticas de tendencia central y co-movimientos⁵⁵ (Angulo *et al.*, 2003). Como ya se dijo, un supuesto básico de esta nueva teoría es la aversión al riesgo. Según este supuesto, los inversionistas sólo invertirán en títulos de más riesgo si son compensados por un rendimiento esperado mayor. El primer problema del supuesto es la definición de riesgo, ya que depende de pronósticos futuros. El segundo problema es la exigencia de un rendimiento esperado en un periodo específico, dejando de lado otros factores, como las expectativas para otros momentos en el tiempo.⁵⁶ Éstas se volvieron las principales variables para la toma de decisión, y la principal diferencia con la globalización financiera del siglo XIX. Mientras que en el siglo XIX las entradas de enormes flujos de capital en los mercados

52 La primera aplicación de la diversificación no fue por parte de los inversionistas sino de los gerentes que en los años sesenta declararon que iban a diversificar sus empresas generando conglomerados, lo que Besanko *et al.* (2003) llamó la tercera ola de fusiones, con el objetivo de reducir la volatilidad de los flujos de caja (Brealy *et al.*, 2007). Si bien teóricamente quedó demostrado que esto era ineficiente (Brealy *et al.*, 2007), la ola de fusiones de los años ochenta y de la segunda mitad de los noventa— llamadas cuarta y quinta ola de fusiones por Besanko *et al.* (2003) — utilizaron el mismo argumento que fue aceptado casi unánimemente por los inversionistas. Estos trabajos confirmaron la investigación empírica de Rumelt (1974) quien señaló que las empresas de producción no relacionada incrementaron de 3.4% en 1949 a 19.4% en 1969. Galbraith y Kazanjin (1986) publicaron un trabajo parecido basándose en Rumelt.

53 El CAPM es un modelo frecuentemente utilizado en la economía financiera. El modelo es aplicado para determinar la tasa de retorno teóricamente requerida para un cierto activo, si éste es agregado a una cartera de inversiones adecuadamente diversificada. El modelo toma en cuenta la sensibilidad del activo al riesgo no-diversificable (conocido también como riesgo del mercado o riesgo sistémico, representado por el símbolo de beta (β), así como también el retorno esperado del mercado y el retorno esperado de un activo teóricamente libre de riesgo.

54 El riesgo se define como la probabilidad de obtener o no el resultado estimado de forma anticipada.

55 Las medidas de co-movimientos indican, por medio de factores como la covarianza y los coeficientes de determinación y correlación, cuál es la relación estadística o grado de asociación entre el comportamiento de una variable y otra.

56 Mientras que en el mundo académico la diversificación mediante la teoría de portafolio tiene una aceptación casi universal, no es así en la práctica. Existe aún hoy en día muchos inversionistas que argumentan en contra de la teoría de portafolio. El ejemplo más famoso es Warren Buffet, quien invirtiendo en 1965 10 mil dólares tenía hoy en día una fortuna por encima de los 37 mil millones de dólares, muy por encima de los 500 mil dólares que se hubiera ganado invirtiendo en el portafolio del S&P500 (Labitan, 2008 y Forbes Investopedia, 2009).

accionarios del mundo se hacían en muy pocas empresas, en la segunda mitad del siglo XX los inversionistas trataron de diversificar la inversión en un sin fin de empresas, mayoritariamente de forma subóptima. El gran número de títulos en un portafolio generaba problemas de interpretación. Así, algunas de las salidas de capital que se fueron a títulos más seguros se debieron a factores reales de incremento del riesgo, pero también hubo ocasiones en las que estas salidas únicamente se debían a “ruidos” en el mercado, como se pudo ver en la crisis de los Tigres Asiáticos.

Las primeras propuestas de diversificación únicamente consideraban crear un portafolio con un número suficientemente grande de títulos, lo que generó el problema de la diversificación inocente. El problema de dicha diversificación, denominada “inocente”, radica en que los co-movimientos de los títulos pueden orientarse en un mismo sentido, por lo que el efecto se reduce a un mínimo. Al incurrir en este tipo de inclinación, el inversionista pierde las oportunidades de diversificación óptima. Un portafolio diversificado se caracteriza por la posesión de estos títulos y por la permanente búsqueda de alternativas de inversión en los mercados globales. A diferencia de lo que se opina comúnmente, la diversificación inocente no es una característica que sólo presenten los pequeños inversionistas; también la cometen los inversionistas institucionales.⁵⁷

Para evitar este tipo de problemas, los inversionistas –en especial, los institucionales de los países industrializados– comenzaron a diversificar su campo de acción en otros países industrializados; sin embargo, pronto estos países ya no eran suficientes para albergar la gran cantidad de capitales que se buscaba invertir. Esos inversionistas comenzaron entonces a buscar nuevas formas de inversión en los mercados emergentes, lo que originó una ola de liberalizaciones en los mercados de capital (Prasad *et al.*, 2003).

Sin embargo, los mercados emergentes tenían y siguen teniendo problemas tanto de estabilidad económica como de información. Para evitar estos problemas, los inversionistas institucionales comenzaron a crear portafolios regionalizando los mercados emergentes: los Tigres Asiáticos, las

⁵⁷ Un problema común entre los inversionistas individuales es que aplican de forma errónea la diversificación en sus portafolios personales. Incluso la mayoría de las herramientas en los portales bancarios son extremadamente deficientes al calcular la optimización del portafolio.

Chinas, el Cercano Oriente, las Indias, América Latina, el África sahariana, el África subsahariana, e incluso los fondos llamados mercados emergentes, juntando empresas de todos los países emergentes. Los inversionistas institucionales de los países del Norte –incluyendo los fondos mutuos, los fondos de pensiones, los fondos de cobertura y las compañías de seguros– han asumido un papel importante en la canalización de los flujos de capital de las economías del Norte a las economías del Sur. Ellos han ayudado a superar el problema principal de los inversores individuales: los costos de información y de transacción, barreras que anteriormente limitaba a los inversionistas de cartera a asignar sus flujos en los mercados emergentes (Prasad *et al.*, 2003).⁵⁸

Esto generó dos tipos de problemas a los países en vías de desarrollo:

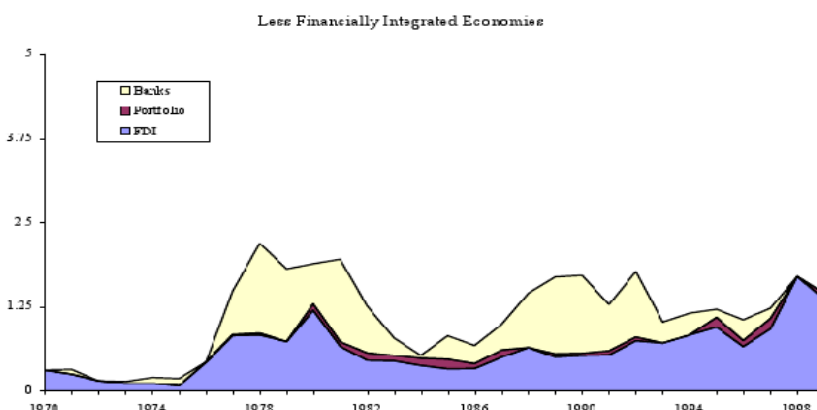
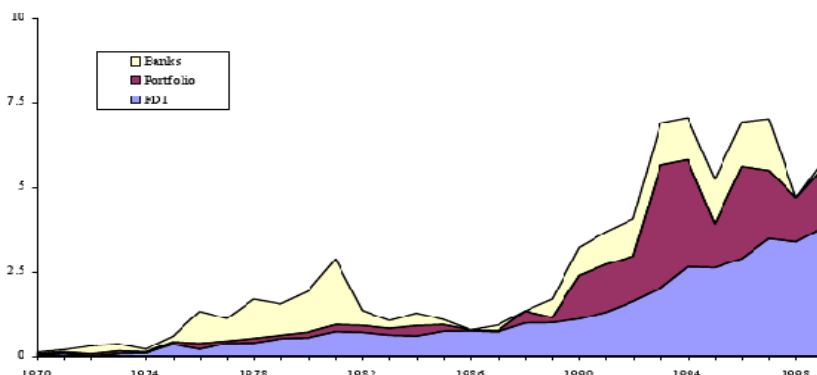
1. Los inversionistas institucionales comenzaron a dar más importancia al riesgo región que al riesgo país,⁵⁹ por lo que la volatilidad ya no dependía únicamente de la estabilidad de cada Estado, y
2. Unos cuantos países de la región captaban la mayor parte de estos flujos (Prasad *et al.*, 2003).

La gráfica 6 muestra la recepción de divisas entre los países financieramente más integrados y los menos integrados. El incremento de la inversión extranjera directa (IED) en los años noventa se debe principalmente a las privatizaciones de las empresas estatales rentables (Prasad *et al.*, 2003).

⁵⁸ Para ver un estudio detallado sobre *hedge funds*, véase Eichengreen, Mathieson and Chadha, 1998.

⁵⁹ Ésta es la principal diferencia entre las crisis del periodo globalizador actual y las del siglo XIX: mientras que en el siglo XIX las crisis eran más fuertes pero afectaban únicamente a un país específico, las crisis actuales son menos fuertes para cada país pero afectan directamente a toda la región.

Gráfica 6: Flujos de capital neto a los países del Sur como porcentaje del PIB



Fuente: Effects of Financial Globalization on Developing Countries, FMI, 2003.

Al simplificar la diversificación en zonas regionalizadas los inversionistas obtuvieron ventajas considerables, al reducirse el tiempo de búsqueda de información y de costos de transacción; sin embargo, tal homogeneización generó que los riesgos nacionales se volvieran regionales y viceversa, incrementando de esta forma la incertidumbre para dichos mercados emergentes. La mayor cantidad de los flujos de capital se canalizaba en estos países, por un lado, como IED y, por otro (y cada vez con mayor importancia) en portafolios. Para entender la importancia de los mercados de capital en la economía real, debemos conocer que si en 1972 tanto la inversión de portafolios como la IED (sin mercado accionario) hubieran tenido el valor de 100, en 1995, la IED (sin mercado accionario) hubiera alcanzado un valor de 1780 puntos, en tanto que la inversión en portafolios –recuérdese que en 1995 fue un año de crisis en los países emergentes– tendría un valor de 4226 puntos. Por otro lado, aunque tanto la IED como los flujos de capital bursátil son considerados como intercambios de capital a largo

plazo, entre 1982 y 1992, mientras que la IED hacia los países emergentes disminuyó de 21 a 18%, la inversión de portafolio se incrementó de 28 a 50% (Weiss 1997). La inversión de portafolio aumentó de esta manera a partir de los años ochenta debido a dos factores (que se analizarán en los siguientes capítulos): las políticas de liberalización y privatización y el resurgimiento de las agencias calificadoras.

La diversificación de la atracción de los flujos de capital trajo como consecuencia el incremento de la volatilidad. Así, la IED es una inversión en activos físicos, y en consecuencia es muy poco volátil, a diferencia de los créditos bancarios, que tienen una volatilidad significativa, y de la inversión bursátil, que los sobrepasa en ese rubro. Inclusive, el FMI acepta en algunos de sus estudios que los inversionistas –incluidos los institucionales– son más propensos a tomar conductas de tipo “efecto rebaño” en los países en vías de desarrollo que en los países industrializados (Prasad *et al.*, 2003).

Se puede decir que el total de los nuevos flujos de capital captados por América Latina en los mercados internacionales de capital pasó de algo menos de 20 mil millones de dólares a principios de los años noventa a alrededor de 90 mil millones de dólares en 1997. Siguió después una caída y una recuperación equivalente a casi 70 mil millones de dólares en el 2000 (Aninat, 2001).

En el caso latinoamericano, el problema fundamental fue y sigue siendo que los mercados emergentes no tienen volumen propio. Tanto los costos de transacción como los requisitos desalientan la canalización del ahorro privado a la bolsa, lo que al mismo tiempo evita el lanzamiento de OPIs de medianas empresas por falta de volumen.⁶⁰ En América Latina, las inversiones institucionales y de portafolio extranjeros son las que generan la inmensa mayoría del volumen. Los fondos de pensiones nacionales aunque están creciendo aún no tienen la capacidad de generar un volumen importante. Esto ha originado que la base de inversión en los mercados emergentes sea muy inestable, dependiendo en exceso de dos factores: la estabilidad de los países vecinos por la homogeneización de las regiones y la coyuntura de los países desarrollados. Establecido esto, los activos financieros en los mercados

⁶⁰ En los países europeos el volumen de las bolsas regionales en las cuales se lanzan la mayoría de las OPIs son comprados por los pequeños inversionistas privados.

emergentes son más volátiles por la vulnerabilidad a los cambios de preferencia de los inversores, generan una mayor preferencia por la deuda de corto plazo (en especial, por la deuda de los gobiernos) y exigen mayores rendimientos esperados mediante acciones preferentes (Aninat, 2001).

Capítulo 2. Mundialización y contagio financiero: su modelización teórica

En la teoría financiera el concepto del precio correcto está determinado por la naturaleza del modelador. Los británicos, siendo prácticos y empíricos, dirían que el mercado está bien y su modelo es erróneo. Los franceses -racionalistas y teóricos- dirían que su modelo es el adecuado y que el mercado está mal. Sin embargo, los americanos -pragmáticos y diplomáticos como son- seguramente dirían que tanto el mercado como el modelo están equivocados.

Carol Alexander

Al hablarse del contagio financiero, por lo general se piensa en un contagio entre países. El contagio se refiere a cualquier desequilibrio económico o financiero inesperado en algún país que provoca alteraciones en la perspectiva económica de otros países y se da por la transmisión de la volatilidad entre dos o más entes. Sin embargo, también las bolsas y las empresas se contagian de las crisis, y se determina el grado de contagio a partir de los resultados financieros y operacionales. Esto genera que el portafolio del inversionista ya no sea óptimo, ya que crea pérdida de rendimiento para los inversionistas.

A partir de las dos últimas décadas del siglo XX, los países del Sur –en especial los países en vías de desarrollo– aplicaron diversas políticas desregulatorias para atraer una parte del enorme pastel de capitales golondrinos. Según la teoría neoclásica, la entrada de estos capitales deberían promover crecimiento y asimismo progreso a estas economías. Sin embargo, más que crecimiento ha ocasionado crisis financieras recurrentes. Estas crisis han sido ampliamente discutidas en la literatura académica y se dividen, por lo general, en modelos de primera y segunda generación. Pero estos modelos no han podido responder a todas las cuestiones, por lo que aparecieron los modelos de tercera generación, un conjunto de propuestas heterogéneas que tratan de incluir a sectores como el bancario y el bursátil. En la sección 2.1. se hace un breve recuento de la literatura sobre dichos modelos, así como de las limitantes de cada uno de ellos. Posteriormente, en la sección 2.2. se abordan las diferentes teorías del contagio financiero. Cabe resaltar que han sido, principalmente, los modelos de segunda generación los dedicados a tratar de modelar los contagios financieros. Éstos, no obstante, han presentado distintos

problemas que se expondrán a detalle. En el presente trabajo se hará especial hincapié en el comportamiento de los inversionistas y las agencias calificadoras. En el apartado 2.3. se desarrollan los conceptos de *fugas de capital especulativo* y de *contagio bursátil* y la relación que existe entre ambos.

2.1. Teorías y modelos de crisis financieras y sus limitantes

La apertura de las cuentas de capital en el periodo neoliberal generó un incremento exponencial de los flujos de capital (Reyes *et al.*, 2005; Akyüz, 2008). El fuerte crecimiento de los flujos de capital especulativo, cuya principal ventaja consiste en permitir que los ahorros –institucionales– de ciertos países –del Norte– se canalicen hacia inversiones en otros –del Sur–, se ha producido sin ningún tipo de norma supranacional o internacional, con países en condiciones muy diferentes y sin más leyes que las impuestas por la oferta y la demanda. Esto ha creado crisis recurrentes que han tenido impactos en la economía real mucho más severos que los aceptados por la escuela neoclásica.

Las crisis financieras se han tratado de explicar de distintas formas teóricas. Los primeros modelos que aparecieron –llamados de “primera generación”– se basaban en que los fundamentos económicos eran los responsables de las crisis. Entre ellos destacan el modelo de Krugman (1979) y el de Flood y Garber (1984). Su principal limitación fue que nunca lograron determinar el porqué no todos los desequilibrios en los fundamentos económicos dieron lugar a crisis ni el porqué de la magnitud y variación de éstas (Barberá *et al.*, 2004). Surgieron, pues, los modelos de “segunda generación”, que, a diferencia de los de la primera, argumentaron que son las expectativas de los agentes económicos las que generan los desequilibrios. Estos modelos están basados en la teoría de las “expectativas racionales” de Lucas (Sánchez, 2000), es decir, en el axioma de racionalidad más radical del modernismo económico. Entre los modelos más destacados se puede mencionar el de Obstfeld (1996), Bensaid y Jeanne (1996), y Flood y Marion (1997), así como los primeros modelos de contagio financiero. Sin embargo, al igual que en los demás modelos neoclásicos enfocados en las expectativas racionales, hubo una pérdida de fe en que existiera una única teoría con el poder explicatorio para entender todos los procesos sociales. En especial, el hecho de que en la mayoría de las economías que sufrieron la crisis se consideraba que sus fundamentos no presentaban datos preocupantes fue por lo que la crisis fue completamente inesperada tanto para los gobiernos como para los agentes. Surgieron

así los modelos de “tercera generación” o empíricos. En ellos se juntaron variables de distinta índole, desde macroeconómicas, financieras y hacendarias, hasta las políticas y antropológicas –casi exclusivamente sobre el grado de endeudamiento de la población–.

2.1.1. Modelos de primera generación

Entre los modelos teóricos desarrollados para explicar cómo se originan las crisis de balanza de pagos en los países, los llamados de “primera generación” son aquellos que explican las crisis de balanza de pagos por una incompatibilidad entre la política cambiaria de un gobierno y sus políticas fiscal y monetaria. Los modelos iniciales partían de que el tipo de cambio de un país es insostenible si hay una expansión del crédito interno, lo cual genera una disminución de las reservas de divisas extranjeras del banco central de ese país. Antes de que las reservas del gobierno se agoten se produce un ataque especulativo contra su moneda, que obliga al gobierno a abandonar el tipo de cambio, por lo que se deja flotar libremente la moneda (Herratre *et al.*, 2000).

Los modelos de primera generación pretendieron explicar las crisis financieras como resultado de los déficit fiscales insostenibles en las economías financiadas por el señoriaje del banco central (Moreno, 2005). Krugman (1979)⁶¹ estableció en su modelo que una balanza de pagos con problemas (es decir, un momento en el cual el país está perdiendo gradualmente sus reservas) se convierte en una crisis de balanza de pagos debido a que los especuladores perciben que las reservas internacionales se acabarán y el gobierno no será capaz de mantener el tipo de cambio, y al mismo tiempo la expansión del crédito interno se traduce en un aumento del precio relativo de los bienes no comerciables internacionalmente. La consiguiente apreciación real de la moneda lleva, a su vez, a un deterioro del saldo de la balanza por cuenta corriente antes del ataque especulativo.⁶² La responsabilidad de las crisis cambiarias, entonces, se atribuía generalmente a la mala gestión de los llamados “gobiernos populistas”, que acababan cayendo en la tentación de imprimir a las políticas económicas una

61 El modelo de crisis de balanza de pagos fue desarrollado por Krugman (1979) a partir de una adaptación del modelo de Salant y Henderson (1978) de ataques especulativos sobre el precio del oro controlado por el gobierno. Posteriormente, Flood y Garber (1984) desarrollaron un modelo lineal que permitía analizar los ataques especulativos en un entorno estocástico. Como resultado de esta aproximación teórica el FMI forzó a los países que sufrían crisis a adoptar ciertas reformas como la liberalización financiera, el libre movimiento de capital y una política fiscal y monetaria restrictiva (Edwards y Larrain *et al.*, 1989).

orientación excesivamente expansiva. Al mismo tiempo, se confiaba en que los modelos teóricos disponibles permitirían identificar la mayor parte de los desequilibrios macroeconómicos capaces de desencadenar un ataque especulativo, por lo que generalmente se aceptaba que las crisis de balanza de pagos tenían un componente predecible significativo (Herrarte *et al.*, 2000).

En la lógica de la actuación de los agentes en los modelos de primera generación se encuentra el intento, por parte de éstos, de aprovechar las oportunidades de arbitraje que surgen cuando la política de tipo de cambio fijo que persigue un país entra en conflicto con otras políticas económicas o restricciones políticas más importantes (Barberá *et al.*, 2004). Sin embargo, los estudios de Rose y Svensson (1994) y Eichengreen *et al.* (1995), entre otros, arrojan numerosas dudas sobre esta implicación del modelo.

2.1.2. Modelos de segunda generación

Los modelos de segunda generación surgieron como resultado del análisis del ataque especulativo que sufrió el Sistema Monetario Europeo (SME) en 1992–1993. De acuerdo con Obstfeld (1994), las “profecías autocumplidas” (Moreno, 2005) juegan un papel importante en la existencia de las crisis y destruyen el equilibrio. La principal causa de la crisis es la creencia de que ocurrirá, es decir, de la expectativa de los agentes. Sin embargo, a diferencia de los modelos de primera generación, en los de segunda generación la decisión gubernamental de abandonar la política de tipo de cambio fijo es endógena al modelo, lo cual permitirá la existencia de equilibrios múltiples para la tasa de devaluación dado un estado de la economía; en consecuencia, la crisis monetaria puede ocurrir incluso aunque no se puedan identificar tendencias en los fundamentos, tal y como ha ocurrido en las crisis recientes (Barberá *et al.*, 2004).

62 En el caso de México, las causas de la apreciación real del peso (que entre 1990 y 1994 sufrió una apreciación real con respecto al dólar de 22%) siguen siendo objeto de debate. Por ejemplo, Kamin (1996) llega a la conclusión de que la inercia inflacionaria no explica la apreciación real del peso en el período 1988-1994. Las entradas de capital explicarían, entonces, el comportamiento del tipo de cambio real. Edwards (2000) sostiene el punto de vista opuesto.

Los modelos ponen énfasis en las reacciones del gobierno ante los cambios que se producen en el comportamiento del sector privado, lo que puede generar inconsistencias en las políticas de fijación del tipo de cambio. Así, el comportamiento de los gobiernos está condicionado por las decisiones del sector privado. Una crisis financiera, pues, puede tener lugar cuando los agentes privados comienzan a tener expectativas sobre una posible devaluación de la moneda, ya que esta situación se refleja en el tipo de interés, que comienza a elevarse como medida para atraer moneda nacional frente a la extranjera, lo que puede llevar al gobierno a devaluar, preocupado por el control del costo del servicio de la deuda (Herrarte *et al.*, 2000). Los modelos tratan de entender el comportamiento gubernamental y la débil relación entre los fundamentos macroeconómicos y los ataques especulativos, es decir, la imprevisibilidad del ataque especulativo.⁶³ Como ventaja del modelo se puede considerar que no existe una línea de causalidad determinada que vaya exclusivamente de la situación de los fundamentos hacia las expectativas de los agentes, sino que la causalidad funciona en ambas direcciones, pues esta circularidad es la que puede generar equilibrios múltiples y la autoconfirmación de las expectativas (Barberá *et al.*, 2004). Eichengreen *et al.* (1995) argumentan que en los modelos de segunda generación el gobierno tiene la opción de frenar la inflación con altas tasas de interés o vendiendo reservas internacionales, pero que prefiere que el tipo de cambio flote para evitar el costo real para la economía en términos de desempleo.

2.1.3. Modelos de tercera generación o empíricos

Este tipo de modelos surgió ante la incapacidad de los modelos de las dos primeras generaciones para explicar las crisis de la segunda mitad de los años noventa. Hay que aclarar que la definición de tercera generación no es universalmente aceptada. Mientras que algunos autores definen a los modelos de tercera generación para modelar crisis gemelas y a los de cuarta generación para modelar crisis trillizas, otros autores usan el término de “modelos empíricos” para explicar la forma en que se diferencian de las dos primeras generaciones, que son de índole teórica. Este cambio se debió a la incapacidad de la teoría para explicar las crisis monetarias y financieras. Un cambio importante fue el de los “modelos de

⁶³ Es importante ver que un ataque especulativo no es originado por los fundamentos, pues aunque éstos puedan permanecer constantes, el ataque puede tener su origen en los que Keynes denominó los “espíritus animales” del mercado, es decir, en variables banales pero que influyen en la generación de las expectativas de los agentes sobre la tasa de devaluación.

crisis del sector financiero más que de ataques especulativos o crisis monetarias *per se*” (Sarno y Taylor, 2002), por lo que era necesario incorporar las interacciones entre la crisis monetaria, bancaria y bursátil.

Este tipo de modelos han existido desde hace tiempo, pero fueron usados más por los econométristas que por los teóricos. Cabe destacar el trabajo de Otker y Pazarbasiogh (1997) sobre el sistema monetario europeo. Ellos analizaron la turbulencia económica de los países europeos con datos de corte transversal y de panel. Edwards (1998), usando un modelo probit, encontró relación entre la probabilidad de devaluación y la apreciación del tipo de cambio real y un deterioro en las reservas. Frankel y Rose (1996), también con un modelo probit, relacionaron el riesgo de crisis con un bajo nivel de inversión extranjera, bajo porcentaje de reservas internacionales sobre importaciones, alto crecimiento del crédito interno, altos tipos de interés externo y sobrevaloración del tipo de cambio real, y sin embargo no encontraron relación con los déficit por cuenta corriente ni fiscales. Por su lado, Sachs, Tornell y Velasco (1996) analizaron los efectos de la crisis mexicana en 20 países utilizando como variables explicativas la razón de reservas internacionales respecto a la M2, el tipo de cambio real y un débil sistema bancario medido por un excesivo crédito al sector privado. Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998) efectuaron una revisión sobre la literatura de crisis en balanza de pagos con datos de panel y propusieron un sistema de alerta temprana para prevenir crisis. Sin embargo, Goldfajn y Valdés (1997) usaron diferentes alternativas de modelos logit pero encuentran dificultades para encontrar variables con capacidad predictiva. Esquivel y Larráin (1998) propusieron un modelo utilizando un modelo tipo probit; sin embargo, los autores concluyeron que “no existen resultados suficientemente robustos en los estudios entre países que pudieran permitir la utilización de un modelo predictivo de episodios de crisis”. El modelo solamente podía predecir acertadamente un periodo de crisis en un 50%, por lo que aplicarlo sería lo mismo que usar la probabilidad de una moneda. Uno de los primeros modelos teóricos y el más significativo fue el de Krugman (1999). Intentó demostrar la unión que existe entre los problemas de balance y los problemas de fuga de capitales para explicar la crisis que sufrieron los Tigres Asiáticos. Según este modelo, el problema no estaba en los fundamentos macroeconómicos sino en los microeconómicos de las empresas, que presentaban niveles de apalancamiento muy elevados derivados de la gran cantidad de deuda emitida.

2.2. Las teorías del contagio financiero

Se habla de contagio financiero si, tras la aparición de una “mala noticia” referida a una entidad financiera, a un mercado o a un país, surgen efectos adversos en otras entidades financieras, mercados o países. Resulta problemática la definición así como la cuantificación de la “mala noticia”. Por tal motivo, en el debate sobre el contagio no existe un acuerdo general sobre su definición. Según Forbes y Rigbobon (2001) no existe consenso sobre lo que constituye al contagio y cómo debe ser medido.⁶⁴ Por lo general se define el contagio como un incremento de correlación entre mercados sobre la correlación explicable por los fundamentos económicos. Sin embargo, el contagio es un tema de gran relevancia, en especial para los países llamados “emergentes”. En sólo ocho años (de 1994 a 2002) hubo seis crisis mayores: México (1994/1995), Sudeste Asiático (1997), Rusia (1998), Brasil (1999), Turquía (2001) y Argentina (2001/2002). Incluso, el FMI ha considerado estudiar los efectos nocivos del contagio en los países en vías de desarrollo. Según el FMI los inversores internacionales tienen una tendencia a participar en momentum-trading⁶⁵ y de efecto manada, lo que puede ser desestabilizador para las economías en desarrollo. Los inversores internacionales pueden participar en ataques especulativos contra el tipo de cambio en los países en desarrollo, generando inestabilidad que no puede ser predicha por las variables de desarrollo económico o de otros fundamentos de la política. El riesgo del contagio además se da para los demás países, ya que los inversionistas internacionales pueden retirar el capital de éstos sin que existan factores internos que lo justifiquen.⁶⁶

Desafortunadamente, la literatura actual acerca del tema se ha enfocado en la observación del efecto contagio en relación con las crisis financieras, un concepto muy ambiguo y no definido con claridad. El contagio, sin embargo, no sólo está relacionado con crisis y “malas noticias”, sino también

64 Cita original dice (Forbes y Rigbobon, 2001): “there is no consensus on exactly what constitutes contagion or how it should be defined”.

65 No existe una definición al español. Es un tipo de inversión que se caracteriza por no tener abierto ninguna posición al finalizar la sesión y aprovechando los movimientos a la alza y la baja en el mercado tratando de ganar al mercado anticipando la inercia.

66 La cita original dice (IMF, 2003:3-4): “international investors have a tendency to engage in momentum trading and herding, which can be destabilizing for developing economies ... international investors may (together with domestic residents) engage in speculative attacks on developing countries’ currencies, thereby causing instability that is not warranted based on their economic and policy fundamentals. ...the risk of contagion presents a major threat to otherwise healthy countries, since international investors could withdraw capital from these countries for reasons unrelated to domestic factors.”

con los momentos de auge y las “buenas noticias”. Sólo hay que observar el desempeño de las acciones de TIC’s en la segunda mitad de los noventa y se podrá encontrar un claro patrón en el que las bolsas se contagiaban unas a otras para crear la burbuja TIC que estalló a principios del siglo XXI.

El Banco Mundial define de tres formas el efecto contagio. La definición más genérica es: el contagio es la transmisión cruzada entre países de choques. Es decir, solamente se considera como contagio el simple hecho de la transmisión del *shock*. Una segunda definición, más restrictiva, es que el contagio es la transmisión de perturbaciones a otros países, es decir, que la correlación entre países aumenta más allá de cualquier vínculo fundamental entre ellos. Esta definición se refiere generalmente como exceso del movimiento, comúnmente se explica por el comportamiento de manada. En esta definición se incluye el hecho de que no debe existir relación entre los dos mercados, es decir, que la volatilidad entre ambos es constante y por algún motivo se incrementa. Por último, existe la definición más restrictiva de todas: El contagio se produce cuando las correlaciones entre dos o más países aumentan durante "tiempos de crisis" en relación a las correlaciones medidas en "tiempos tranquilos". En esta última definición el contagio solamente sucede si se observa un incremento de la correlación de dos mercados o países durante un periodo específico y luego vuelve a disminuir al estado original. Será esta tercera definición la que se utilizará en el presente trabajo.

Teóricamente, los contagios se han comenzado a establecer como modelos de segunda generación. El primer desarrollo teórico que trata esta cuestión es el presentado por Gerlach y Smets (1995). Posteriormente surgieron los modelos de Goldfajn y Valdés (1995) y de Buiter *et al.* (1996). Todos ellos han considerado el efecto contagio como la manifestación de una disfunción de los mercados financieros, una especie de enfermedad que provocaba un comportamiento atípico respecto a la situación “normal”, gobernada por las decisiones de *agentes racionales* guiados por la información mostrada por las variables fundamentales y el cálculo financiero racional (Vilariño, 2004).

Sin embargo, nuevos enfoques ponen en duda la racionalidad del agente, que está limitado en la interpretación de la información recibida. Este agente saturado de información no puede distinguir entre la información relevante y lo que se considera “ruido”, información que se da por rumores,

interpretaciones sencillas y superficiales en los noticieros y opiniones personales de otros agentes, etc. Es así como el contagio financiero puede ser provocado por fenómenos irracionales, tales como pánico financiero, conductas masivas, pérdida de confianza y aumentos en la aversión al riesgo (Dornbusch *et al.*, 2000).

Los parámetros generalmente utilizados en los estudios de contagio son la volatilidad y las correlaciones entre las variables. En un periodo de contagio se transmite el aumento de la volatilidad entre los mercados y países, lo cual genera inestabilidad económica y financiera, afectando los campos de la política monetaria, la inversión en cartera, la regulación de los recursos de capital de las entidades financieras, la valoración de activos financieros y el diseño de coberturas idóneas para hacer frente a los riesgos financieros (Vilariño, 2004).

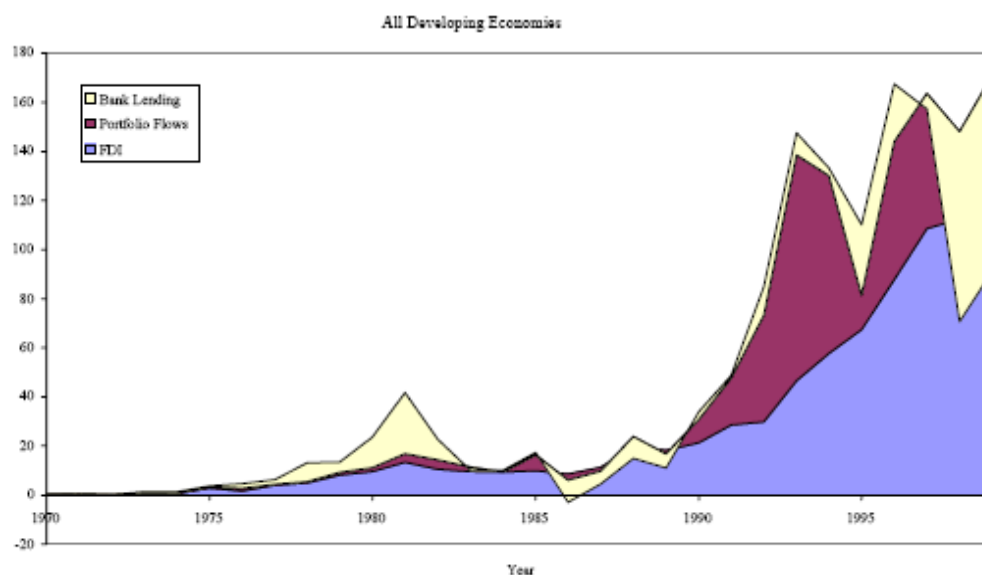
Algunos estudios, entre los que destacan Roll (1988), Goodhart (1988), King y Wadhwani (1990), Arshanapalli y Doukas (1993) y Lee y Kim (1993) han demostrado que los contagios tanto de tipo de cambio como bursátil afectan directamente otras variables macroeconómicas y en la mayoría de los casos los contagios crean crisis gemelas o trillizas. Esto se debe a que entre más propenso sea un mercado al contagio, menos atractivo se volverá para los inversionistas, lo que repercute directamente en las tasas de interés real y, por tanto, en la política monetaria (oferta monetaria, tasa de interés y porcentaje de los depósitos bancarios como reservas líquidas) o fiscal (gasto público e impuestos).

2.2.1. El contagio y la diversificación internacional

En la segunda mitad del siglo XX comenzó un nuevo periodo de mundialización del capital, que usando las técnicas estadísticas comenzaron cada vez más a diversificar sus portafolios, con lo que los flujos de capital transfronterizos comenzaron a incrementar. Desde la caída del patrón oro-dólar en la primera mitad de los años setenta del siglo pasado estos flujos se han vuelto internacionales, primero sólo en los países desarrollados y posteriormente –en especial desde los noventa– en los países en vías de desarrollo, mediante la desregulación de las cuentas de capital, lo que se ha llamado regularmente “nueva arquitectura financiera”.

En la última década se han incrementado de forma exponencial los flujos de capital del Norte global hacia el Sur global, aunque unos pocos países concentran la mayor parte (IMF, 2003). La composición de estos flujos es completamente distinta, como se puede ver en la siguiente gráfica. Mientras que los préstamos bancarios han ido disminuyendo, incluso llegando a ser negativos durante la crisis asiática, los flujos de inversiones de portafolios han explotado. También la IED ha incrementado sustancialmente –especialmente desde el comienzo de la privatización de empresas paraestatales–; sin embargo, éstas no son problemáticas, ya que se trata de inversiones de largo plazo y, en consecuencia, menos volátiles⁶⁷(IMF, 2003).

Gráfica 7: Flujos de capitales privados netos en miles de millones de dólares hacia todos los países en desarrollo.



Fuente: Effects of Financial Globalization on Developing Countries, FMI, 2003.

La estrategia que deriva de estos modelos consiste en diversificar las carteras construyendo portafolios con diversos tipos de valores y distribuyendo las inversiones entre varios mercados, muy en particular con la inversión en mercados emergentes que ofrecen rendimientos más altos. Los inversionistas institucionales han tratado de optimizar sus portafolios diversificando en

⁶⁷ Sobre la volatilidad de las tres formas de inversión extranjera, véase Wei (2001) y la tabla 2.1 del IMF (2003).

distintos mercados del mundo, unos considerados más seguros y con rendimientos más bajos y otros considerados más riesgosos que ofrecen rendimientos mucho más altos. Esto ha incrementado el efecto de comovimientos. La desregulación financiera no trajo la inversión en activos fijos o capital financiero de largo plazo; más bien, la inversión se hizo en cartera, con características especulativas, comúnmente denominado “capital golondrino” (Boris, 2004). El sector financiero es mucho más sensible que el comercial, por lo que es altamente vulnerable. La geografía de los flujos financieros, y en especial de la inversión externa directa, indicará, no obstante, que la propagación de las crisis sigue patrones territoriales específicos (Daher, 2003).

Los inversionistas, aprovechando indicadores clave de la región, modifican la estrategia de utilizar el concepto de “riesgo país” y lo sustituyen por riesgo “región”. De tal forma, variables de algunos países “líderes” de la región, como la inflación, la inestabilidad de la política económica, las expectativas de congelamiento de los depósitos, los techos a las tasas de interés, etc., se vuelven factores determinantes en la toma de decisiones para las inversiones en toda la región, generando “una verdadera geografía del contagio” (Daher, 2003:89). La existencia de un incremento del “riesgo país” en un país origina que el rendimiento exigido sobre el capital se incremente en todos los países de la región. Según el FMI (2003) existen evidencias de que los inversionistas institucionales actúan más en comportamiento manada y momentum-trading en los mercados de países emergentes que en mercados de países desarrollados. Esto conlleva una reducción de las inversiones en toda la región (y en especial en países en vías de desarrollo), una salida de divisas y, por tanto, una crisis gemela.

Entre más inestable sea un mercado emergente líder, más desconfianza causa entre los inversionistas; la diversificación internacional se restringe para toda la región y los vuelve un mercado menos atractivo. Así, el riesgo de contagio se asocia a la exposición o vulnerabilidad de cada región ante las crisis. Una región de países emergentes con menos diversificación de inversionistas institucionales va a estar más propensa a sufrir contagio que los mercados diversificados ya que como ya se había mencionado sus estrategias están en buena parte basadas en el momentum-trading (IMF, 2003). Esto hace que entre menos inversionistas institucionales inviertan en un mercado más alertas estarán sobre las decisiones de los demás inversionistas institucionales para aprovechar de la forma más eficiente sus inversiones.

Teóricamente, la regionalización de los contagios financieros se empezó a estudiar en el trabajo de Nagy (1979), quien, refiriéndose al riesgo-país, afirmó que existe una localización geográfica del riesgo y que el riesgo de un país puede incluir préstamos hechos en muchos otros países, por lo que el riesgo crediticio de uno puede concernir y afectar a otro. Esquivel y Larráin (1999) señalaron que algunos modelos de segunda generación explican las crisis como consecuencia de la simple especulación contra una moneda, sea por “comportamiento de manada”, sea por “efectos de contagio”. En este último caso, grupos de países pertenecientes a la misma región son percibidos con mayor riesgo cuando uno de los vecinos cae en crisis, lo que hace huir al capital especulativo por las predicciones pesimistas de los inversionistas, y ello desencadena un colapso del tipo de cambio. En el trabajo de Ul Haque *et al.* (1996) se demostró que no sólo los indicadores económicos de solvencia crediticia de los países en desarrollo –medidas con razón reservas de divisas/importaciones, razón balance cuenta corriente/PIB, crecimiento e inflación– eran significativos; sino también lo era la localización regional.

Kaminsky y Reinhart (1998), en su estudio del contagio de las crisis en los vínculos comerciales y financieros, ponderaron la incidencia de ese contagio en las regiones y el tiempo. Los autores encontraron evidencia de que el contagio es más regional que global, es decir, que la transmisión de volatilidad sigue patrones muy claros y no se transmite aleatoriamente entre los países. En el trabajo se cita el estudio de Calvo y Reinhart (1993), quienes demostraron para América Latina el “efecto gran vecino”, es decir, que los países pequeños eran sistemáticamente influidos por los desarrollos de la cuenta de capitales de sus vecinos mayores. Glick y Rose (1998), con información de cinco diferentes crisis monetarias (1971, 1973, 1992, 1994 y 1997), observaron que éstas afectaron a *clusters* de países ligados entre sí por el comercio internacional, y concluyeron que las crisis tienden a ser regionales, ya que afectan a países con proximidad geográfica (Daher, 2003). Bakaert, Harvey y Ng (2005) encontraron, además, que la integración regional incrementa la probabilidad de contagio, por lo que la creación de fondos monetarios regionales se vuelve de vital importancia.

2.2.2. El contagio y el comportamiento de los inversionistas

Mientras que los modelos de segunda generación ven en el contagio una reacción racional de los inversionistas, nuevos trabajos ponen en duda dicho axioma neoclásico. En especial, dos efectos que describen el comportamiento de los inversionistas, el efecto rebaño y el efecto refugio, demuestran claramente que las decisiones de retirar sus divisas o vender los activos financieros no son tomadas con racionalidad. El creciente proceso de mundialización del capital ha generado un aumento de la transmisión de información entre los mercados financieros. Los agentes se saturan de información y ello les impide poder distinguir entre la información relevante y lo que se considera “ruido” (Shleifer *et al.*, 1990; De Long *et al.*, 1991; O Jeanne *et al.*, 2002), información que circula en rumores, interpretaciones sencillas y superficiales en los noticieros, y especialmente en opiniones personales de otros agentes, etc. De tal manera, el contagio financiero puede ser provocado por fenómenos irracionales, tales como pánico financiero, conductas masivas, pérdida de confianza y aumentos en la aversión al riesgo (Dornbusch, Park y Claessens, 2000; Watkins, Spronk y Félix, 2004).

Es claro que crisis y *cracks* en los mercados financieros ahuyentan a los inversionistas y que entre más inestable sea un mercado, más desconfianza causa entre ellos y menos atractivo se vuelve ese mercado. Hasta aquí, los agentes reaccionarían de modo completamente racional. Sin embargo, en la toma de decisiones, según la teoría neoclásica, los agentes no consideran información pasada, ya que ésta no influye en los equilibrios walrasianos futuros. Por esa razón el agente únicamente analiza con la información que tiene *ex-ante* y con la que el modelo determinará su estado óptimo (Bartel, 1997).

Sin embargo, se ha demostrado que los inversionistas recuerdan las crisis y los *cracks* financieros más que las épocas de auge (Kole, 2006). Un mercado susceptible al contagio no sólo afecta a los inversionistas sino a toda la población del país. Por un lado, deja de recibir inversión extranjera para proyectos rentables y, por otro, afecta a los indicadores macroeconómicos.

En 1990 Scharfstein y Stein publicaron un artículo que se convirtió en referencia obligada cuando se trataban temas económicos de psicología de grupo. Los autores examinaron las fuerzas que inducen a los inversionistas a comportarse como rebaño. Esta aproximación microeconómica

heterodoxa sirvió para explicar las *exuberancias irracionales* en los mercados de valores y los menos conocidos fenómenos de pensamiento grupal, euforia masiva o pánico. Según los autores (Scharfstein *et al.*, 1990) una decisión no rentable no es tan mala para la reputación si los demás cometen el mismo error, ya que así pueden compartir la culpa si hay shocks sistemáticamente imprevisibles.⁶⁸ Esto explica el por qué tantos inversionistas toman sus decisiones con base en las decisiones de sus colegas.

Froot, Scharfstein y Stein (1990), por su parte, estudiaron el impacto de los especuladores de corto plazo y las ineficiencias que esto genera. Los autores muestran que en un horizonte de largo plazo la posesión de cierta información por un agente antes que los demás puede únicamente ser provechosa si llega a influir en el precio, pero sólo puede afectar el precio si hay otros compartiendo esa información. Esto se conoce en la literatura como *Positive Informational Spillover*. La especulación en corto plazo, por su lado, requiere que el conjunto de información sea exclusivo; es decir, quien posee información se desempeña mejor si nadie más la tiene. Los demás inversionistas observan el comportamiento y creen que el especulador de corto plazo tiene alguna información privilegiada sobre los fundamentos, por lo que repiten sus acciones.

Calvo y Mendoza (1998) desarrollaron modelos que demuestran que puede haber ataques especulativos en ausencia de información, en los que los agentes racionales reaccionan ante los comportamientos de otros agentes. Los agentes tratan de imitar al *Noisetradar* y reponderan sus portafolios de inversiones sin analizar los fundamentos.⁶⁹

Una diferencia entre mercados desarrollados y mercados en vías de desarrollo es la importancia del “efecto refugio”. Mientras que en los países con mercados desarrollados el “efecto rebaño” puede conllevar el movimiento de divisas de un mercado a otro en el mismo país –por ejemplo, del mercado accionario al mercado de bonos–, en los mercados en vías de desarrollo el efecto rebaño trae por falta de alternativas el “efecto refugio”, por el que los inversionistas no sólo salen de un mercado sino que por falta de alternativas nacionales tienen que cambiar sus divisas nacionales a divisas extranjeras, sin

68 La cita original dice (Scharfstein *et al.*, 1990: 466): “...an unprofitable decision is not as bad for reputation when others make the same mistake –they can share the blame if there are systematically unpredictable shocks”.

69 De hecho, seguir a los *Noisetradars* puede ser bastante racional, ya que el rendimiento de una inversión depende mayoritariamente de la diferencia del precio de compra y venta de los títulos financieros.

que los fundamentos sean responsables. Cuando surge el efecto refugio, son principalmente las economías desarrolladas las que se benefician, ya que las divisas que abandonan las economías emergentes se dirigen a los activos considerados seguros que ofrecen las economías desarrolladas (Blázquez *et al.*, 2003). Es por ello que la mayoría de las crisis bursátiles en países en vías de desarrollo provocan simultáneamente una crisis de tipo de cambio,⁷⁰ mientras que en los países industrializados la fuga de capitales no se tiene que dar.⁷¹

2.2.3. Calificadoras y el efecto contagio

Las agencias calificadoras están entabladas de forma mundial, y son fáctica y oficialmente reconocidas como instituciones encargadas de la evaluación de la solvencia de organizaciones, instituciones y gobiernos. Las agencias están en el nivel más alto y más problemático de la arquitectura financiera mundial. Este negocio está dominado por el duopolio Moody's Investors Service (Moody's) y Standard & Poor's Ratings Group (S&P). De la fusión entre agencias europeas y estadounidenses se creó Fitch Ratings, la cual, aunque es la tercera más grande del mundo, está muy rezagada comparada con las primeras dos.⁷² En el mercado de capitales estadounidense, el 98% de todos los bonos corporativos tienen un rating. En el mercado europeo sólo se permite la emisión de papeles comerciales con un rating. Mientras que en 1970 menos de mil emisiones tenían una calificación de Moody's, en el 2000 ya eran más de nueve mil (BAB, 2000). Aunque a nivel mundial se está incrementando la demanda por este negocio, no ha habido ningún ataque significativo para destrozarse este oligopolio.

70 El hecho de que Chile haya sobrevivido tan bien a las crisis latinoamericanas puede deberse a que tiene cuentas de capital cerradas, lo que impidió que los pequeños inversionistas pudieran cambiar sus ahorros a dólares cuando los grandes inversionistas transferían sus inversiones al Norte global. En este caso, el cierre de las cuentas de capital no evitan el contagio ni la salida masiva de inversión de los grandes inversionistas, pero sí el “efecto rebaño” y, por consiguiente, una fuerte devaluación de la moneda.

71 En 2008, por ejemplo, una cantidad considerable de agentes que tenían sus inversiones en el NYSE y el NASDAQ transfirieron sumas considerables a los mercados de derivados, comprando sobre todo derivados sobre el petróleo y alimentos. Esto se debió a la caída de las bolsas de valores NYSE y NASDAQ, y provocó una burbuja especulativa en el mercado de derivados de materias primas.

72 Hay que señalar el hecho de que las dos calificadoras son propiedad de las empresas transnacionales de información más relevantes: Moody's pertenece a Dun & Bradstreet y S&P es propiedad de McGrawHill. Es por consiguiente el mercado oligopólico más fuerte del sistema financiero mundial. Sólo los tres grandes bancos de inversión (Morgan Stanley Dean Witter, Merrill Lynch y Goldman Sachs) y las cuatro grandes agencias informativas (Reuters, AP, UPI y AFP) son mercados con una concentración parecida en sus respectivos oligopolios.

Desde la mundialización del capital la importancia de las calificadoras se ha incrementado cada vez más, porque la calificación que otorgan estas empresas es una forma para los inversionistas de poder comparar títulos financieros sin tener que poseer un conocimiento específico. La calificación que obtienen no se da únicamente de forma cuantitativa sino también cualitativa. De esta manera, los inversionistas poseen un instrumento que les informa sobre la solvencia y el riesgo del emisor. Aunque el mercado principal fue la evaluación del mercado de obligaciones (bond-rating), hoy en día también lo hacen para el de acciones (stock-rating) y para el mercado de dinero.

Tradicionalmente, los bancos tenían el papel de intermediarios entre los ahorradores –es decir, los que ofrecían dinero– y los deudores –o sea, los que demandaban dinero–. Los bancos podían decidir el otorgamiento del crédito y aceptaban el riesgo de un incumplimiento de pago el deudor y pagar éste. El costo de la intermediación financiera –que se ve reflejado en la diferencia entre la tasa activa y la tasa pasiva– es alto, ya que el banco tiene tanto costos de transacción como costos de expertos que conocen lo específico de las empresas deudoras para poder evaluar los riesgos específicos y calcular así el costo de dicho riesgo. Con la desregulación y la nueva dinámica de los mercados financieros durante las décadas de los ochenta y noventa, los ahorradores –estadounidenses y europeos, principalmente–⁷³ dejaron de depositar sus ahorros en los bancos, donde recibían intereses relativamente diminutos, para invertir en fondos de inversión, con lo que esperaban rendimientos de los mercados bursátiles. Así, los capitales invertidos en los fondos mutuos en Estados Unidos son mucho mayores a los depósitos de ahorro de todos los bancos estadounidenses (Willke, 2006). Al mismo tiempo, incrementaron las transacciones de derivados a niveles no imaginables: solamente en 1996 se registró un aumento de 27 a 34 billones (+25%), de los cuales 24 billones eran extremadamente riesgosos, ya que se cotizaban en mercados over-the counter (Das Parlament, núms. 36-37. 5 de septiembre de 1997). Aunque si bien 1996 fue el más extremo, esta tendencia se mantuvo. En 2004 se estimó un incremento en el volumen negociado de derivados en mercados over-the-counter de 12.8% y alcanzó 248 trillones de dólares

⁷³ En un estudio realizado por el Instituto Bancario Suizo cada dos años se muestra esta tendencia: el 18% de la población suiza posee un portafolio propio y otro 29% de la población compra un fondo en el cual invierte sus ahorros personales. Por otro lado, el ahorro que se mantiene en cuentas bancarias tradicionales de ahorro corresponde al 42%, mientras que el restante 58% se invierte en acciones (29%), fondos de inversión (18%), obligaciones (9%) y mercado de derivados (2%) (Cocca *et al.*, 2008).

(www.biz.org). Este incremento se debió principal al cambio del intermediario, ya que los fondos mutuos, hedge, etc., a diferencia de los bancos que son adversos al riesgo (risk adverse), son de una índole amante del riesgo (risk lovers).

Las agencias calificadoras han creado un instrumento que da información y conocimiento específico sobre los riesgos a los inversionistas que anteriormente hacían los bancos pero que han perdido debido a la mundialización de los mercados financieros.⁷⁴ De esta forma, todo inversionista tiene a su disposición información suficiente como para tomar una decisión de invertir en cualquier mercado en el mundo, ya que las calificaciones son homogéneas y estandarizadas. Entre más baja sea la calificación de la empresa calificada, más alto el riesgo de caer en insolvencia y en consecuencia se puede exigir un rendimiento mayor.⁷⁵ Los análisis empíricos, como los de Hand, Holthausen y Leftwich (1992) demuestran que los cambios en las calificaciones en los ratings inducen a cambios sustanciales en los valores de los títulos de deuda y acciones. Esto se debe a que aunque las calificadoras emitan una calificación sobre la deuda de la empresa y no sobre el capital social, la calificación hace un análisis de riesgo de la empresa por lo que afecta el precio de las acciones ya que existe una relación entre riesgo y rendimiento exigido por los accionistas.

Esto genera un problema, no sólo porque un cambio casi insignificante en la calificación de un título genera una presión directa en los costos de capital. En varios países se ha regulado para que los fondos de pensión, seguros y bancos sólo puedan invertir en títulos que tengan por lo menos una calificación dada. Entre más competencia exista entre empresas, instituciones, estados y países en los mercados financieros mundiales para financiarse, más relevante se vuelve obtener una calificación alta, para, por un lado, obtener los recursos financieros deseados y para, por otro, optimizar sus costos de capital. De esta forma, las calificadoras influyen directamente en la dirección de los flujos de capital a

74 Es necesario recalcar que las agencias calificadoras no han surgido de la nada a partir de la desregulación financiera. En Estados Unidos las agencias calificadoras han sido esenciales desde el fin de la crisis de 1929, mientras que en Europa y Asia oriental (Corea y Japón, principalmente) el sistema bancario funcionó como principal actor para financiar proyectos de largo plazo. En Corea y Japón se mantenían, inclusive, formas muy tradicionales del sector bancario, que son el centro de los Choebols y los Kereitsu. Es apenas en la segunda mitad de la década de los 1980 cuando surge con fuerza la idea del financiamiento, principalmente con las bolsas de valores.

75 Un rendimiento mayor para un deudor significa un costo mayor por un crédito. Así, por ejemplo, la degradación de una calificación (por ejemplo de AAA a AA) para un banco con una suma de balance de 300 millones de francos suizos, de los cuales hay que refinanciar 10% mediante obligaciones, representa un incremento en costos de intereses por los 15 millones de francos de refinanciamiento (Willke, 2006).

nivel mundial al mismo tiempo que influyen en la tasa de crecimiento de los países. Por ejemplo, no hubieran sido posibles las tasas de crecimiento de los Tigres Asiáticos si no hubiera habido calificaciones muy altas para el sector industrial de esos países. Por una parte, generaron que grandes cantidades de capitales golondrinos fluyeran a esas economías y al mismo tiempo la alta calificación reducía las tasas de rendimiento esperadas; por otra, también han influido directamente provocando o incrementando las crisis, en especial de la región asiática y latinoamericana. Al bajar repentinamente la calificación originan una huida de los capitales golondrinos, ya que el rendimiento esperado se incrementa por el aumento en el pronóstico del riesgo. La regionalización del mundo provoca que cuando una economía entra en problemas y su calificación baja, esto repercute en todas las economías de la región, en lo que se conoce como “efecto contagio”.

Incluso, el FMI ha criticado a las calificadoras acusándolas de ser una parte principal de la crisis asiática. Argumentó que en vez de ser una fuerza estabilizadora importante e independiente, las principales calificadoras de riesgo no se comportaron de forma muy distinta a la gran mayoría de los agentes. Mientras que la calificación de riesgo que se hizo con anterioridad a la crisis fue demasiado alta, después de la crisis las agencias exageraron y se fueron hasta el otro extremo (*Clarín*, 12 de septiembre de 1999). La crisis rusa fue muy parecida. En octubre, unas pocas semanas antes de la suspensión de pagos de la Federación Rusa, Moody's aprobó a Rusia el estatus de país apto para la inversión aumentando la calificación a Baa3.

La lista de ejemplos es interminable. Así, la Comisión Europea investigó a las empresas calificadoras por su colaboración en la crisis hipotecaria estadounidense de 2007-2008. Uno de los puntos más sustentados fue el conflicto de intereses que hubo en la asesoría a las empresas y a los bancos para que crearan los productos derivados y posteriormente calificarlos. La presidenta Cristina Fernández de Kirchner consideró, durante la cumbre del G-20 en noviembre de 2008, que “las calificadoras de riesgo, a las que deberíamos llamar descalificadoras de riesgo, nunca ayudan a prevenir los problemas y representan otros intereses que los que dicen representar” (Agencia Federal de Noticias, 15 de noviembre de 2008).

Lo que queda claro –sin emitir juicios de valor– es que las calificadoras dirigen los flujos de capitales desde y hacia los mercados financieros. En especial, los mercados bursátiles del Sur son extremadamente volátiles porque no tienen un mercado interno que genere la profundidad suficiente, además de que en épocas de crisis las bolsas de valores no ofrecen alternativas dentro del mismo país o región, como en Estados Unidos, que cuenta con las bolsas de derivados de Chicago como alternativa al *NASDAQ* y al *NYSE*. Así, la crisis hipotecaria provocó que los flujos de capitales fluyeran hacia los derivados, principalmente al petróleo y a los alimentos, y generó una burbuja de precios futuros y una crisis alimentaria mundial. Además de dirigir los flujos, las calificadoras jamás predijeron una crisis, nunca dieron a conocer los problemas de las regiones –que finalmente se culpaban de las crisis bursátiles–, como el capitalismo de compadres en los Tigres Asiáticos, hecho conocido desde el comienzo pero jamás informado a los inversionistas; o las calificaciones que daban a los derivados de la crisis *subprime* estadounidense en 2007-2008, para posteriormente declarar que no tenían metodología para evaluarlas. Sin embargo, cuando comienza el desequilibrio –como la caída de precios de los inmuebles en Bangkok– bajan radicalmente las calificaciones de toda la región y fomentan el contagio bursátil y financiero en general de las regiones. Fue así que Indonesia resultó ser el país más afectado en la crisis asiática, aunque no tenía relación alguna con la burbuja inmobiliaria de Tailandia.

Las agencias calificadoras generan tanto efectos positivos como negativos. Del lado positivo, se puede mencionar que las agencias tienen una visión de “largo plazo”. Es decir, la agencia está interesada en saber el valor real de la empresa tomando en cuenta variables tanto macroeconómicas como microeconómicas. Su segunda gran ventaja es que, como actualizan la información cada cierto periodo (mensual, trimestral, etc.), empiezan a generar por la acumulación de evaluaciones un conocimiento específico y único, lo cual justifica el por qué el suyo es un mercado oligopólico tan concentrado. Cualquier competencia tardaría años en obtener dicho conocimiento exclusivo. Para los inversionistas significa que no están obligados a conseguir dicho conocimiento, ya que las agencias emiten un resumen del conocimiento específico en la calificación. De la teoría microeconómica sabemos que nadie pone en duda dicho resultado, por el simple hecho de que el costo marginal de conseguir esa información sobrepasa por mucho el beneficio marginal, por lo que no resultaría rentable.

Ahora bien, un problema es que las características del expertismo de las agencias calificadoras están basadas en los estándares estadounidenses sobre las calidades de la gerencia, las estrategias empresariales y la estructura financiera. Estos estándares son tomados en su totalidad del modelo capitalista anglosajón del Shareholder-Value. Esto origina dos problemas adicionales: por un lado, se le da más importancia a la generación de valor del accionista que a aspectos como responsabilidad social empresarial y sustentable. Por otro lado, no es posible obtener ni la ponderación de las variables ni algunas de las variables, es decir, la calificación que se entrega por parte de las calificadoras es como una caja negra. Se observan algunas variables públicas de las empresas y se obtiene una calificación, de la cual no se conoce la metodología. Así pues, mientras no exista una regulación en el ámbito de la gobernanza global financiera el mercado seguirá funcionando como un oligopolio con todos los costos que esto ocasiona a la calidad de la calificación. El inversionista seguirá dependiendo de la buena fe de las agencias calificadoras. Esta falta de regulación, la alta concentración de las empresas calificadoras y la estrecha relación con los clientes crearon el problema más significativo de este mercado mundial. Por una parte, las calificadoras asesoraron a las empresas para emitir títulos, como se ha visto en la crisis hipotecaria de 2007-2008 y posteriormente la califican.

Por esta problemática se podría suponer que los inversionistas dejaran de usar las calificaciones. Sin embargo, eso no ha sucedido. Hay dos líneas de argumentación del porqué se siga confiando ciegamente en las calificaciones. La primera es que el mercado no permite tener una mejor solución. El hecho de que sea costoso crear el conocimiento específico que tienen las calificadoras lo hace imposible para inversionistas individuales y posible pero costoso para los fondos de inversión. Los fondos de inversión hacen un análisis de costo/beneficio entre tomar una calificación que puede ser ambigua o crear la información propia, y como es más costoso hacer lo segundo, los fondos prefieren usar la información de las calificadoras que incurrir en costos que afectarían directamente su rendimiento. Una segunda argumentación es que los fondos de inversión tienen también un conflicto de intereses con las calificadoras. Éste surge porque en especial los fondos de pensión no pueden invertir en títulos con calificaciones bajas; pero también otros fondos se enfrentan a problemas parecidos, ya que los ahorradores exigen mayoritariamente un alto rendimiento pero con riesgos bajos. Como los fondos de todo tipo compiten entre ellos mediante el rendimiento, quieren invertir en segmentos más riesgosos. Se argumenta, pues, que los fondos tratan de influir en las calificaciones para que éstas sean

mejores de lo que son de verdad. Aunque es difícil comprobar esta segunda línea de argumentación, sí es posible ver que durante la crisis asiática –cuando las calificadoras estaban obligadas a bajar las calificaciones y los fondos sacar su dinero– las calificaciones de las empresas de tecnología de información y comunicación en el NASDAQ en Nueva York y en el Neuer Markt en Frankfurt –los dos principales mercados de empresas TICs en la segunda mitad de los 1990– empezaban a mejorar considerablemente y los flujos que salieron de Asia entraron al mercado tecnológico generando la burbuja que estalló en el 2000.

De esta manera se ve que las calificadoras son una de las piezas clave en los auges y en las crisis financieras, así como en sus contagios. En un principio tienen el poder de dirigir los flujos de caja dando calificaciones demasiado altas. Cuando surge la crisis, afectan a la economía al fomentar el efecto rebaño con la caída drástica de la calificación –una medida necesaria para ellas para no perder prestigio–. Al mismo tiempo, tienen que bajar la calificación de toda la región, ya que las variables macroeconómicas regionales son afectadas. Es evidente que la gobernanza global financiera está obligada a generar un mecanismo que regule y sancione a las empresas calificadoras. En específico debe haber una instancia que analice las metodologías y supervise su implementación. También es necesario que exista más competencia en este mercado, ya que al ser un mercado tan concentrado no da posibilidad a los países y empresas a cambiar de calificadoras.⁷⁶

2.2.4. Contagio bursátil vs. contagio de tipo de cambio

Como se ha visto, desde finales de los años setenta se han desarrollado diversos modelos teóricos –llamados de primera y segunda generación– que trataban de explicar por qué se origina una crisis de balanza de pagos con el análisis de las crisis financieras de tipo de cambio. Los modelos de contagios bursátiles son más recientes en la literatura académica, en especial los que ocurren en los países en vías de desarrollo. Esto se puede deber a la gran importancia que se ha prestado al tipo de cambio desde la aparición del “trilema” de Mundell en los años sesenta y a las severas crisis de tipo de cambio que

⁷⁶ Por ejemplo en México es necesario que la deuda pública sea evaluada por dos empresas, lo que muestra el gran problema de tener un mercado tan concentrado.

sufrió América Latina durante los ochenta. El impacto de la liberalización financiera apenas cobró importancia en los años noventa, cuando los mercados financieros se habían institucionalizado y, en consecuencia, se convirtieron en importantes receptores de inversión extranjera.

Ya Ripley (1973) había observado que los movimientos relativos en los índices bursátiles pueden cambiar el ingreso de una nación. Por tal motivo, los responsables de la política monetaria se han dado cuenta de que, además del seguimiento de los fundamentos macroeconómicos, se debe prestar especial atención a los mercados financieros y tratar de identificar los indicadores adecuados para la anticipación de los episodios turbulentos (Vilariño, 2004).

Aunque es cierto que una fuga de capital especulativo pone bajo presión al tipo de cambio⁷⁷ o que un cambio en las perspectivas de los fundamentos macroeconómicos genera nerviosismo en los mercados financieros por los efectos rebaño y refugio, la mayoría de estas crisis terminan en crisis gemelas; por ello es importante distinguir la sensibilidad de las dos causalidades. Existen grandes diferencias en las maneras para afrontar las crisis financieras. Si la causalidad comienza con una especulación sobre el tipo de cambio, tanto el gobierno como el Banco Central pueden intervenir. El gobierno puede tratar de recobrar la confianza de los inversionistas con distintas políticas y el Banco Central puede, o fijar el tipo de cambio usando sus reservas internacionales, o incrementar sus tasas de interés (Cabús, 2002). El capital bursátil, por su naturaleza, es mucho más volátil y es prácticamente imposible evitar su fuga por la gran rapidez con que se mueve. También los inversionistas son mucho menos pacientes y toman decisiones con menos información que los demás inversionistas. Mientras que un contagio de tipos de cambio dura meses por el hecho de que las inversiones son, por lo general, en activos fijos o poco líquidos, la gran liquidez que ofrecen los mercados financieros hace que un

⁷⁷ Cuando hay una fuga de capital especulativo en los países emergentes los inversionistas institucionales no sólo venden sus posiciones en la bolsa de valores sino que convierten sus inversiones a moneda dura como puede ser el dólar. Debido a que los inversionistas institucionales operan de forma parecida por el efecto rebaño y el momentum-trading (IMF, 2003) es una gran cantidad de capital la que es convertida a otra moneda por lo que el tipo de cambio en países que decidieron usar la oferta y demanda queda devaluado. Otros países que tienen controles de capital pueden evitar la devaluación como lo ha mostrado el caso de Malasia en 1997.

contagio bursátil, seguido mayoritariamente por un efecto rebaño, dure muy poco tiempo. Únicamente limitando la movilidad de capitales, como lo han hecho China, India, Taiwán y (después de la crisis asiática) Malasia, es posible evitar grandes fugas en poco tiempo.⁷⁸

2.3. El capital especulativo, el contagio y su impacto en las bolsas latinoamericanas

“El jueves de la semana pasada amanecemos con la noticia de que el índice Hang Seng, de la Bolsa de Hong Kong, había disminuido 10.4 por ciento, para acumular una pérdida de 23.3 por ciento a lo largo de los últimos cuatro días. La reacción mundial no tardó en reflejarse en todas las principales bolsas del mundo. Primero, hubo las respuestas esperadas en Tailandia, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Taiwán, Malasia, Indonesia y China. Pero después se resintieron las grandes, cuando Tokio inició el efecto dominó con una caída del 3.0 por ciento en el índice Nikkei 225 el nerviosismo bursátil” (*Health*, 27 de octubre de 1997). A diferencia de los demás contagios financieros, ésta es la principal característica del contagio bursátil: la rapidez con que el capital especulativo puede salir de las bolsas de valores. Sin previo aviso, el contagio se esparce en una región y puede afectar a cualquiera, incluso a los gigantes bursátiles.

La liberalización de los mercados bursátiles del Sur en las últimas dos décadas del siglo XX ha traído consigo varias turbulencias, que han afectado principalmente al Sur pero también en algunos casos al Norte.⁷⁹ Mientras que en la década de los noventa se consideraba que este aspecto de la globalización era un costo menor que valía la pena pagar para lograr una óptima asignación de los recursos financieros mundiales, en los últimos años la mayoría de los países se han vuelto más escépticos y han establecido controles de capital y fondos de estabilización regionales para evitar este mal.

78 Ponencia de Dr. Sachin Chaturvedi del RIS, New Delhi en la conferencia “Development Assistance” en BMZ, Bonn, 16 de abril de 2008.

79 Los dos ejemplos más recientes han sido el estallido de la burbuja de las TICs en 2000-2001 y la crisis *subprime* en 2007-2008.

Esto no es nuevo. Ya en la última era de movimientos de capitales a nivel global, que precedió a la Primera Guerra Mundial, el problema era también centro-periferia. Entonces fue América Latina el escenario que presencié lo que Kindleberger denomina *manías, pánicos y cracks* (Kindleberger, 1988 y 1991). Los países centrales de la economía mundial eran mucho más estables. Las cosas dejaron de ser así en el periodo de entreguerras; de ahí la Gran Depresión, según algunos autores. La especulación ha tenido históricamente efectos desoladores local, regional o sectorialmente (Skidelsky *et al.*, 2005). Es por ello que después de la Segunda Guerra Mundial se trató de estabilizar el sistema controlando los flujos de capital. No obstante, hoy en día nos encontramos otra vez en un sistema sin reglas, sin controles y lleno de manías, pánicos y *cracks*. Y sin embargo, los controles en el sistema son de vital importancia, ya que los flujos de capital especulativo se volvieron la forma principal de financiamiento (Ocampo *et al.*, 2007).

Las crisis bursátiles y los contagios provenientes de éstas tienen un singular significado, como apunta Nikolov (Skidelsky *et al.*, 2005): “A lo largo de la historia, tanto los políticos como la gente común han percibido los mercados financieros con una mezcla de desconfianza y de temor. La imaginación popular ha venido asociando a los banqueros con un poder ilimitado consecuencia de su control sobre el dinero en un mundo lleno de hambre y de codicia. La presencia de fortunas creadas y perdidas en cuestión de horas durante manías especulativas y bruscas caídas bursátiles ha contribuido en no poca medida a crear la idea de unos mercados de divisas semejantes a ‘casinos glorificados’. Más recientemente, los financieros han sido especialmente vituperados por aquellos gobiernos cuyos caros planes de ingeniería social han saltado por los aires a consecuencia de los colapsos monetarios y de las crisis de la deuda”. Es por ello que la gente percibe con mayor atención y furia las crisis bursátiles que otras crisis, como pudieran ser las políticas.

Por lo tanto, en el siguiente apartado se desarrollarán los conceptos de fugas de capital especulativo y de contagio bursátil y la relación que existe entre ambos. Posteriormente se describirá la forma clásica de contagio bursátil, que se da por las “corridas” de capital provocadas generalmente por inversionistas institucionales extranjeros. Finalmente, se mencionará una forma más heterodoxa de contagio que ocurre por la generación de expectativas de los inversionistas locales al ver las salidas de

los inversionistas extranjeros y tratan de asegurar su capital vendiendo sus activos financieros y convirtiendo sus divisas en divisas extranjeras. Se destaca que, aunque los modelos de contagio sean de segunda generación y por lo tanto se asuma el axioma de racionalidad, éste es puesto en duda, considerando que los agentes no poseen información perfecta y simétrica, ni tienen el tiempo de analizar la información recibida y diferenciarla del “ruido”.

2.3.1. Fugas de capital especulativo y el contagio bursátil

Desde la crisis de la deuda latinoamericana, la prudencia fiscal y monetaria se ha convertido en la nueva política de los gobiernos para atraer los flujos de capital del mercado global. En la primera parte de los noventa hubo esfuerzos sin precedentes para endurecer la disciplina financiera, que fueron recompensados con entradas de capital desconocidas desde el siglo XIX (Skidelsky *et al.*, 2005).

El Efecto Tequila de 1994-1995 fue rápidamente asumido como un revés temporal (Skidelsky *et al.*, 2005) y los flujos de capitales dirigidos hacia los países del Sur no sólo no cesaron sino que incluso se incrementaron. Un motivo esencial fue la desregulación de los mercados bursátiles. Esta liberalización y desregulación financiera ha impulsado el crecimiento de los mercados de valores de los países del Sur; la idea central fue la teoría financiera neoclásica,⁸⁰ según la cual el sector financiero ejerce una influencia positiva en el desarrollo económico. La teoría afirma que el tamaño, la estructura y la madurez del sector financiero de un país –es decir, su profundización financiera– constituyen un factor esencial para promover el desarrollo. A este respecto, el desarrollo financiero se obtiene solamente con la concurrencia de mercados libres; de otra manera, la represión financiera inhibe el crecimiento financiero y el papel de los intermediarios financieros en la actividad económica (Ortiz, 2007).

Según Levine (1997) y Ortiz (2007) las funciones de los intermediarios financieros y de los mercados accionarios, libres de intromisión y regulación gubernamental, promueven el desarrollo por:

- movilización del ahorro y su canalización en la inversión productiva;

80 En el capítulo 3 se profundizará más sobre las teorías financieras.

- promoción de la especialización corporativa, al facilitar la compra de acciones de empresas eficientes;
- disminución del riesgo mediante la negociación de activos no deseables;
- cobertura sobre el riesgo mediante productos derivados y otros mecanismos para el control del riesgo;
- diversificación y unificación de riesgos mediante la estructuración de carteras de acuerdo con los niveles individuales de aversión al riesgo;
- divulgación y adquisición de la información necesaria para la asignación de recursos, y
- seguimiento a los administradores para el ejercicio de control corporativo.

Este modelo desregulador se basa en que las decisiones tomadas en función de las perspectivas del funcionamiento de un mercado dejado a su libre juego conducen a un incremento de los flujos de capitales hacia los países en vías de desarrollo, donde se canalizarán hacia la inversión productiva y se alcanzarán elevadas y sostenidas tasas de desarrollo (Nuñez, 1998). Es por ello que en la literatura académica se ha favorecido la liberalización de los mercados financieros con el argumento de que es la única solución para el financiamiento del desarrollo de largo plazo en los países en vías de desarrollo. Los mercados de valor es en teoría manifestación del comportamiento del aparato productivo de una economía: si la bolsa sube es porque las empresas han logrado buenos resultados económicos, por lo que el producto nacional incrementa y ello produce un aumento en los niveles de empleo, lo que genera un incremento del nivel de bienestar y eso, por consiguiente, lleva al desarrollo.

Un problema es que se ha desarrollado tanto el sector financiero que en su crecimiento se han conformado elementos “generadores de ruido”.⁸¹ En ese sentido, el índice bursátil se puede incrementar aunque el déficit fiscal y el desempleo del país también lo hagan, como sucedió en el boom de 1987, antes del estallido de la burbuja. Sin embargo, en 1988, cuando todos los indicadores macroeconómicos –reducción del déficit fiscal, reducción de la tasa del desempleo e incremento en el ingreso disponible– tuvieron un desempeño favorable, el índice bursátil no subió con la misma fuerza que lo hizo un año

81 En la literatura anglosajona, conocido como *Noisetradors*.

antes (Levy *et al.*, 2005). Además, el aumento de información por la expansión del capital especulativo, la velocidad por el cambio tecnológico y la complejidad de los nuevos instrumentos financieros hacen que muchos inversionistas ya no analicen los fundamentos, sino que busquen señales de otros analistas para tomar decisiones. Al respecto, Menzel (1995) señala que “En este proceso de autonomización del mundo financiero el valor de cambio de los activos transados se ha independizado plenamente del valor de uso de los mismos ...”.

El problema principal que han sufrido los países del Sur es que, si bien han creado artificialmente las condiciones necesarias para aumentar el ahorro y atraer capitales externos, no han podido lograr que dichos capitales sean canalizados hacia la inversión productiva en la economía local. Esto se debe a dos factores: por un lado, la liberalización financiera ha incrementado significativamente la cantidad de flujos de capital externo e interno.⁸² Por otra parte, los gobiernos dejaron de lado su función de ser promotores de nuevas empresas e impiden a los nuevos emprendedores contar con la posibilidad de acceder a estos capitales. Es por ello que en la mayoría de los países del Sur –algunas excepciones son Corea del Sur y Taiwán– los procesos productivo y financiero quedan separados.

Lo anterior genera que los enormes flujos de capital bursátil no sean aprovechados para financiar OPIs, sino únicamente para especular en el mercado secundario.⁸³ Por ello los mercados accionarios del Sur son de alta volatilidad; es decir, en ellos ocurren amplias fluctuaciones cotidianas en los precios de las acciones y, como se ha visto en las crisis más recientes, algunas empresas han llegado a realizar operaciones de tipo fraudulento, al no existir –ni a nivel nacional ni a nivel supranacional– los controles y la supervisión, o los órganos gubernamentales a cargo se desentienden de la vigilancia. Otro fenómeno es el rápido desarrollo de la ingeniería financiera, que ha creado nuevos productos financieros combinando activos financieros con derivados, lo que genera dificultades a las instancias encargadas para crear marcos regulatorios.⁸⁴

82 Estos capitales, por su naturaleza, buscan la ganancia especulativa, por lo que compran los títulos que mayor rendimiento les ofrecen por un riesgo dado.

83 El mercado secundario no es malo o insignificante sino todo lo contrario. Un eficiente y profundo mercado secundario garantiza un funcionamiento óptimo para que nuevas empresas adquieran capital mediante ofertas públicas iniciales. El problema en América Latina es la enferma relación entre capital primario y secundario, pues el primero es casi inexistente.

Todo ello genera burbujas especulativas en los mercados de valores que tarde o temprano estallan y desencadenan procesos desestabilizadores, fugas de capitales masivos y, por ende, la devaluación de la divisa. Ya Keynes había escrito: “Puede que los especuladores no hagan daño en tanto que sean burbujas en una corriente de empresas sólidas. Pero la situación es seria cuando la empresa se convierte en la burbuja que flota sobre el torrente especulativo. Cuando el desarrollo del capital de un país se convierte en el subproducto de las actividades de un casino, es probable que el trabajo allí realizado resulte ser una chapuza” (1936:159). El estallido de la burbuja y la fuga de capitales bursátiles como consecuencia favorecen a ciertos grupos financieros, los cuales al bajar sustancialmente los precios de los activos financieros aprovechan el momento comprando a bajo costo paquetes accionarios para poder consolidar su posición en el consejo de administración o bien hacerse del control de las empresas, dándose una nueva modalidad de interrelación entre lo financiero y lo productivo en lo relativo a la participación accionaria mayoritaria en tales consejos. Es por ello que en la década de los noventa se pudo observar una ola de fusiones y adquisiciones, por las que varios críticos la llamaron la “década de la fusionitis”.

Como se ha visto desde la crisis de México en 1994-1995 y su Efecto Tequila, el planteamiento teórico de la escuela neoclásica no coincidió con la realidad, y tuvo muchos más efectos adversos a los originalmente previstos por quienes promovieron e impusieron la apertura. Stiglitz (1985) argumenta que la liberalización de los mercados de valores en los países del Sur pueden originar más daño que bien por la asimetría de la información, la cual es crucial en la toma de decisiones tanto en la esfera bursátil como en la empresarial. Singh (1997), por su parte, argumenta que los mercados accionarios pueden no ser benéficos por la alta volatilidad en el proceso de fijación de precios, por el estrecho vínculo entre mercado bursátil y tipo de cambio, y por último, por el debilitamiento de las relaciones entre la banca y la empresa, que fue parte del éxito del crecimiento de las corporaciones en los países asiáticos.

84 Por ejemplo, en la crisis *subprime* las calificadoras argumentaron que no tenían metodología alguna para calificar las emisiones de esos derivados, por lo que utilizaban los métodos tradicionales.

En América Latina, la asimetría de información y la negligencia de las instituciones gubernamentales –al negar capital de riesgo y asumir la función de garante– han impedido la creación de nuevas corporaciones, por la gran asimetría de la información y la falta de un estado de derecho fuerte y congruente, lo que inhibe la asignación de los recursos financieros en las pequeñas y medianas empresas. De tal suerte, la entrada de capitales es prácticamente sólo en los mercados secundarios, por lo que se trata de capital de corto plazo y golondrino, que huye de los mercados ante cualquier ruido de inestabilidad (Ortiz, 2007). Su fuerte relación con el tipo de cambio genera grandes sacudidas, con lo que se incrementa aún más la volatilidad, como se analizará en los dos siguientes capítulos.

2.3.2. El contagio financiero provocado por la “corrida” de capitales extranjeros

En la literatura académica el contagio financiero se explica como una crisis financiera que actúa como señal que desencadena el fenómeno de la manada (*herd behavior*) en los mercados de capitales. Si bien se trata de una de las formas de contagio financiero, no es la única en países financieramente mundializados. Los países de América Latina, que participan en forma muy parcial en los mercados financieros globales y cuyos mercados de valores poseen poca profundidad, han sido severamente afectados por las corridas de capitales de los inversionistas institucionales.

Todos estos países tienen como constante que durante los años anteriores a la crisis fueron receptores de enormes oleadas de capitales. Estos capitales no se pueden homogeneizar.⁸⁵ Algunos de ellos son parte de la apertura económica y del fomento a la competencia. Grandes sumas se han invertido para la construcción de fábricas –MAN, Volvo, Scania, etc.–; otros se han utilizado para las fusiones y adquisiciones –en especial, los bancos españoles han invertido enormes sumas de capital en operaciones de este tipo con bancos nacionales, lo cual no generó ni más competencia ni incrementó la productividad–, y por último, están los capitales especulativos en las bolsas de valores.⁸⁶

85 Por lo general, la inversión extranjera se distingue en inversión extranjera directa, créditos bancarios e inversión en portafolio. Los tres tipos se diferencian tanto en la volatilidad como en la duración de la inversión.

86 El grupo que maneja el capital especulativo es muy heterogéneo. Se conforma principalmente por empresas, entidades financieras e individuos, todos independientes, pero con el objetivo único de generar rendimiento sobre su capital invertido.

Mientras las dos primeras formas de flujos de capital son inversiones a largo plazo, la tercera forma, el capital especulativo, es en particular de corto plazo (Rodrik y Velasco, 1999). Es por la naturaleza de los inversionistas que dichos flujos de capitales son muy volátiles. Su objetivo primordial es la maximización del rendimiento, por lo que los distintos inversionistas, como fondos mutuos, fondos de pensión, etc., tienen departamentos especializados para aprovechar los cambios en rendimientos. Para tener una idea clara del tamaño del capital especulativo se deben ver las relaciones entre este monto de capital especulativo y la producción real y el comercio. Entre 1975 y 1995 el mercado FOREX⁸⁷ ha crecido cuatro veces más rápido que el comercio mundial, cinco más que las reservas y seis más aceleradamente que la producción mundial. También el sistema crediticio internacional creció mucho más aprisa que la economía mundial, aunque en menor medida: se ha incrementado tres veces por sobre el comercio mundial y que las reservas y cuatro veces más rápido que la producción global (Levy, 1999). Por su parte, en el mercado de los derivados no es posible señalar la tasa a la que han crecido, ya que no existen datos representativos, sólo estimaciones.⁸⁸

Mientras que algunos países como China, India y Taiwán se propusieron atraer inversiones en capital físico, los demás países trataron de atraer el capital “golondrino” o “caliente” mediante altas tasas de interés. Al subir las tasas de interés se incrementaba el rendimiento esperado por parte de los accionistas. Sin embargo, este capital obedece a una constelación de factores, como las altas tasas de rendimiento, la favorable percepción de los inversionistas financieros extranjeros o simplemente las expectativas de que la respectiva moneda se apreciará. El principal problema de estos países es que sus mercados bursátiles son muy poco profundos y no cuentan con las opciones para que los flujos sean invertidos en nuevos proyectos o que los inversionistas puedan mover sus inversiones en la misma divisa, como sucede en los mercados desarrollados, donde existe la posibilidad de mover los capitales a diferentes bolsas –del NASDAQ al NYSE– o a diferentes títulos –acciones a obligaciones–. Además, mientras en los países desarrollados los movimientos internacionales de capital nunca sobrepasan el 5% de la cantidad de dinero (medida por M2), en las economías emergentes ellos pueden representar hasta 25% de la misma (Agosin, 2000).

87 FOREX es la abreviación anglosajona de Foreign Exchange y significa Mercado Internacional de Divisas.

88 La mayor parte de los derivados se manejan a través de mercados OTC por lo que es imposible conocer el valor con certeza.

Dadas las magnitudes de las entradas de capital con relación al tamaño de los mercados bursátiles latinoamericanos, es imposible el manejo de políticas macroeconómicas. Algunos países de la región trataron de contrarrestar mediante políticas macroeconómicas las entradas de capital especulativo, pero ninguno ha tenido éxito.⁸⁹ Aunque algunos economistas argumentan que las regulaciones prudenciales de los flujos de capital serían lo más aconsejable para las economías emergentes, esta medida no es suficiente. Debe haber un cambio de paradigma en los países latinoamericanos para que el Estado acepte su responsabilidad de promover el desarrollo invirtiendo en activos tanto físicos como intangibles, en especial en la educación, como lo han hecho las grandes potencias asiáticas: China, Corea del Sur, India y Taiwán.

Regresando al tema del contagio financiero, es importante recalcar que es temporal. Como hemos podido constatar en las distintas crisis de los años noventa del siglo pasado, los flujos de capital –tanto entradas como salidas– suceden en forma cíclica (Agosin, 2000). Ahora bien, si las bolsas de valores son poco profundas, por lo que no representan a las industrias de los países, las corridas de capital especulativo debido al contagio no deberían tener efecto alguno. Únicamente se deberían considerar como desequilibrios de corto plazo por la fuga de capital que genera una devaluación o una pérdida de reservas pero que a largo plazo volverían a estar en equilibrio. Sin embargo, como se ha visto, esta previsión neoclásica de desequilibrios en un solo mercado que se vuelven a equilibrar no se ha cumplido. Los flujos de capital pueden originar importantes externalidades negativas en los países en vías de desarrollo como los mencionados (Agosin, 2000).

Es importante subrayar que tanto las entradas como las salidas de capital han estado sujetas a contagios. Durante las entradas, los inversionistas tienden a subestimar el riesgo de invertir o prestar a agentes de la economía receptora, porque consideran que obtendrán un rendimiento más elevado debido al riesgo que están dispuestos a asumir. Es por ello que las entradas de flujos de capital especulativo suelen ser acompañadas de entradas a otros países con características similares. Es más, no sólo países sino sectores productivos, como fue el caso de la burbuja de las TICs, que fue inflada por los inversionistas sin considerar las diferencias entre las empresas—. Por otro lado, cuando los

⁸⁹ Por ejemplo, Chile y Colombia se lo propusieron como un objetivo explícito de sus políticas fiscales y monetarias, sobre todo cerrando hasta cierto grado las cuentas de capital (Agosin, 2000).

inversionistas sacan sus inversiones de los países o sectores tienden a sobrestimar el riesgo de quedarse en ella (Ocampo, 1999). La mayoría de las economías latinoamericanas recibieron fuertes entradas de capital de cartera y préstamos de la banca internacional durante la década de 1990. Entre ellas se encontraban unas que ya habían realizado profundas reformas económicas, como otras que recién iniciaban ese proceso. Por lo tanto, cuando llegaron las crisis muchos países se encontraban muy vulnerables al contagio (Calvo *et al.*, 1993; Devlin *et al.*, 1996; Ocampo *et al.*, 1995).

Es importante recalcar que los países que sufrieron el contagio bursátil han tenido características de desregulación similares: tasas de cambio flexibles, apertura de los sistemas financieros y comerciales, y relativa homogeneidad en las políticas macroeconómicas de las economías. Está claro que el Consenso de Washington olvidó por completo la asimetría de información de estos mercados bursátiles subdesarrollados.⁹⁰ Además, la falta de instituciones reguladoras fuertes y de apertura de los mercados de valores para las empresas y los ahorradores nacionales ha hecho que sean altamente volátiles y extremadamente sensibles a cualquier tipo de noticias, incluso el “ruido”. Los defensores del Consenso de Washington y del *laissez faire* argumentaron que la alta volatilidad financiera y sus co-movimientos son menos nocivos que las distorsiones provocadas por las instituciones de regulación; sin embargo, la evidencia indica que los costos de las crisis y de “capital quemado” han sido muy superiores, no sólo para los países y su población sino también para los inversionistas.

El FMI comenzó a reconocer en 2003 que para muchos países en vías de desarrollo lo más relevante era considerar si la liberalización puede ser prematura, en el contexto de países que se dirigen hacia la estabilidad macroeconómica y están llevando a cabo sus reformas estructurales, incluyendo el desarrollo de un sistema financiero robusto. De tal manera, el FMI define dos conceptos a los cuales debe sujetarse la liberalización: debe ser bien secuenciada, es decir, haber realizado reformas estructurales en otras áreas que reducirán riesgos, y debe ser moderada, o sea, que debe estar sujeta a

⁹⁰ La asimetría de información genera un problema de equidad entre los distintos participantes, ya que algunos agentes poseen mayor información que otros. Mientras que los que poseen la información pueden aprovecharla, los que no la poseen son los perdedores. En el caso de los mercados bursátiles se argumenta principalmente que son los gerentes los que poseen información que no tienen los accionistas. Sin embargo, la situación es distinta con los inversionistas institucionales. Se ha visto que algunos inversionistas institucionales cuentan con la misma información sobre la empresa como sus gerentes por lo que pueden aprovechar de la misma forma esa información.

reglas prudenciales. Si bien se puede considerar un avance que el FMI esté tomando esta postura, la realidad es que no lo es. Ya en la Cumbre de Jamaica, en 1974, el C-20 había sugerido grandes reformas al FMI, entre ellas crear controles de flujos de capital, y nada ha sucedido. Y en 1998 Stanley Fischer, alto funcionario del FMI, argumentó a favor de una reforma, como lo cita Nuñez (1998):

En una artículo publicado en *The Economist*, con relación a la reestructuración financiera, Stanley Fischer, funcionario del FMI, señalaba que: “No son pocas las sugerencias para reformar el sistema financiero internacional. Entre las principales están planes para fortalecer los sistemas bancarios nacionales; mecanismos para reducir contagios en controles de capital; la necesidad de minimizar el daño moral; nuevos regímenes de tasas de cambio, y reformar a sí mismo el FMI”. [...]

Y sigue así:

No obstante no haber abordado una profunda reforma del sistema financiero en los años anteriores, en esta ocasión también se estuvo lejos de abordar problemáticas expuestas por Fischer. El FMI ha propuesto en la citada reunión de 1998 el fortalecimiento de la arquitectura del sistema monetario internacional con base en el establecimiento de estándares internacionales y el principio de buena práctica, todo lo cual con los propósitos de reducir riesgos de ruptura por los cambios en las expectativas del mercado, limitar los daños por contagio y fortalecer los procesos de resolución de la crisis, los objetivos son: (1) fortalecimiento efectivo de la supervisión y regulación de los mercados financieros; (2) mejorar la infraestructura institucional; (3) aumentar la transparencia, la disciplina del mercado..., y (4) mejorar el manejo del riesgo por las instituciones financieras.

A diez años de la proposición de dichas reformas al FMI aún no ha sucedido nada. La arquitectura financiera internacional sigue sin tener controles sobre los flujos de capital que imposibilitan casi por completo el otorgamiento de créditos a pequeñas y medianas empresas. Incluso, las reuniones del G-20 en noviembre de 2008 y marzo y abril de 2009 no lograron modificar gran cosa. La ineficiencia del FMI para poder adaptarse a las nuevas circunstancias lo hacen inoperante, y como

dijo el comandante y ex presidente cubano Fidel Castro: “No se trata de países en crisis, sino de un sistema en crisis [...] Hay graves riesgos de que sea una crisis económica globalizada” (*El Financiero*, 19 de octubre de 1998).

También hay que señalar que tener a los inversionistas institucionales como aves de rapiña es injusto. Son agentes que están invirtiendo sus capitales y los de sus clientes tratando de optimizar sus portafolios y siguiendo las reglas del juego. Si éstas no existen por la incapacidad de las instituciones supranacionales y por la desregulación incondicionada de los países en vías de desarrollo no es responsabilidad de ellos.

Soluciones para estabilizar el sistema ha habido varias. Algunos creen que se debe estabilizar de forma supranacional. Los más destacados autores que defienden este punto de vista son James Tobin (1992), quien ha señalado la posibilidad de poner un impuesto a los flujos de capitales, y Hale (1998), quien señala que por ahora el único agente capaz de contener las embestidas del mercado es el FMI, pues puede actuar como prestamista global de última instancia en caso de crisis graves. El problema de intentar estabilizar el sistema financiero a niveles supranacionales es políticamente complicado. Estas instituciones son representadas por diplomáticos de países que defienden sus intereses nacionales. Todas las instituciones supranacionales tienen esta desventaja, por lo que resulta difícil imponer reformas a estas instituciones. McKinnon (1974) argumentó ya en los años setenta que era necesario que los países dominantes coordinaran sus políticas nacionales con las de sus instituciones supranacionales para crear una comisión tripartita entre los Estados Unidos, Europa y Japón. En 2009 tanto Merkel como Brown mencionaron prácticamente lo mismo sólo que sustituyeron la visión tripartita por el G-20. Por su parte, la propuesta de Tobin es más factible. Para él se debe poner un impuesto de 0.25% sobre las transacciones realizadas en el mercado FOREX, que se destinaría al Banco Mundial, lo que incrementaría sus fondos para préstamos y, por ende, reduciría las tasas de interés.⁹¹ Eso disminuiría la especulación y la inversión a corto plazo. Aunque lleva años como

⁹¹ Es importante recalcar que Tobin no hace referencia a las condiciones sanguinarias impuestas por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, sino a las tasas de interés, las cuales son el mal menor.

propuesta, no ha sido implementada por las instituciones supranacionales. Pero podría ser también una solución regional que los países del Sur se unieran e impusieran una tasa a todos los flujos de capital especulativo.

A nivel local existe la propuesta de Arrighi (1998), quien señala la necesidad de ir más despacio en las liberalizaciones para amortiguar los impactos. Dicha propuesta resulta problemática ya que la mayoría de los países del Sur han liberalizado sus economías, por lo cual la única alternativa sería regresar y “desliberalizar”. Otra alternativa, como se mencionó en el bloque anterior, es introducir la tasa Tobin a nivel regional. Para eso sería necesaria la coordinación de varios países, algo difícil pero no imposible. Se podría imaginar que el BancoSur (Ugarteche, 2007) u otro fondo regional imponga una tasa a las transacciones en Sudamérica y redestine los recursos a las bancas de fomento para financiar *start-ups*, parques tecnológicos y medianas empresas, con lo cual se impulsaría el desarrollo de las regiones del Sur.

2.3.3. El contagio y la conversión de las inversiones locales a divisas extranjeras

Una segunda forma de fugas de capital es la conversión de ahorros en divisas locales por divisas extranjeras. Esta forma de contagio, aunque tiene repercusiones graves, casi no ha sido estudiada y prácticamente nunca se ha mencionado.

El contagio comienza por la percepción de cambios en los fundamentos o de algún tipo de “ruido” que afecta las percepciones de la región, volviéndola más vulnerable, lo que hace disminuir la entrada de capitales o que incluso se transformen en salidas netas. Los inversionistas institucionales convierten su capital financiero en una moneda dura como el dólar, lo que provoca un desequilibrio entre la oferta y la demanda en el tipo de cambio. En sí esto debería generar una devaluación de la moneda, sin embargo, por lo general los bancos centrales intervienen vendiendo parte de las reservas de moneda extranjera. Cuando el país ha perdido un cierto volumen de reservas, los agentes nacionales perciben la existencia del riesgo. Estos agentes entran en pánico y tratan de salvar sus ahorros vendiendo sus inversiones y convirtiéndolas en divisas extranjeras. Lo anterior genera un ciclo vicioso,

ya que la fuga de estos capitales debilita aún más la moneda local, lo cual pone bajo presión los rendimientos esperados de las empresas locales para los inversionistas internacionales que se miden en divisas extranjeras, en especial el dólar. Esto resulta en que más inversionistas institucionales vendan sus posiciones, lo que vuelve a generar la desconfianza de los agentes locales.

Para evitar esto, los bancos centrales han reaccionado por lo general con un incremento en las tasas de interés, que durante la crisis asiática llegó hasta el 300% en algunos países. Todo para tratar de evitar las fugas de capital y el desplome en su base monetaria. Claro es que esta forma de mantener el tipo de cambio es muy costosa, pero se trata de la única forma que ofrece la teoría monetarista. Otros países, como Chile y Colombia, tienen restricciones en sus cuentas de capital que dificultan la compra de monedas extranjeras. El caso más exitoso ha sido Malasia, donde en pleno contagio financiero cerraron las cuentas de capital y sobrevivieron a la crisis de mejor forma que países que le han hecho caso a las recomendaciones del FMI, como, en particular, es el caso de Indonesia. La problemática que se enfrenta en el ámbito latinoamericano es que la solución es totalmente discriminatoria, ya que, por un lado, los grandes inversionistas, como los de portafolios de inversión, no tendrán problema en cambiar sus inversiones a moneda extranjera, incluso utilizando derivados para asegurar su inversión, mientras que la clase media es la más afectada por la caída de los rendimientos de las acciones –por la venta de éstas por los agentes institucionales y por la devaluación, que aunque sea menor sigue existiendo. Por otro lado, en el caso chileno se observa que las fugas de capitales golondrinos ha generado una mayor profundidad de la bolsa, ya que los ahorradores que aún disponen de reservas están en posibilidades de comprar títulos financieros a un costo muy bajo.

Capítulo 3. Teorías y modelos de convergencia y desarrollo

La teoría económica adquiere otra visión cuando se considera un hecho tan simple como que el pasado está dado y no puede cambiarse y el futuro es incierto y no puede conocerse. El futuro sólo puede imaginarse, y esas imágenes del futuro, esas anticipaciones de la vida, esas expectativas, condicionan y configuran el presente. Y ésa es, para muchos, la gran contribución de Keynes.

Joan Robinson

Los estudios sobre el desarrollo económico son extensos y siguen creciendo a una tasa acelerada. Sin embargo, el desarrollo económico se ha concentrado en dos escuelas o formas de pensar en conflicto. Por un lado está la concepción teórica rigurosa, no institucional, que elabora sus problemas matemáticamente y que trata al desarrollo económico como un fenómeno cuantificable y enteramente económico. Esto, por lo general, le es atribuido a la escuela neoclásica, aunque las escuelas keynesianas también han realizado una infinidad de estudios con tales métodos. Se puede criticar a esta corriente de ser simplificadora, de reducir la complejidad económica al *homo economicus*; sin embargo, no se debe perder de vista que lo que trata de hacer es modelar, por lo que es imposible incluir todas las variables y sus complejas interrelaciones.

Por otro lado, tenemos el área dominada por discusiones histórico-descriptivas, institucionales y a veces no rigurosas que argumentan que el desarrollo económico es un proceso social donde los fenómenos no económicos tienen una importancia significativa. Aunque ya los economistas clásicos en sus estudios estaban conscientes de que la conducta humana no dependía únicamente del cálculo económico, sino también de los hábitos y de las emociones, y que muchas veces las metas humanas no son materiales (Ayala, 1999), sus estudios están basados principalmente en las escuelas heterodoxas, que nacieron de la escuela alemana de Marx y List (Altamirano, 2005). Lo anterior no quiere decir que los factores económicos pierden relevancia, sino más bien que los factores económicos no surgen de la nada sino que suceden en un contexto antropológico, histórico y social específico. Mientras que los primeros tuvieron un auge importante a lo largo siglo XX con el resurgimiento del modernismo, los segundos comenzaron a ganar importancia a finales de ese siglo.

Esta diferencia es crucial, ya que el primer grupo de economistas atribuye el subdesarrollo a factores meramente económicos (en específico, a la acumulación del capital), en tanto que el segundo grupo atribuye el subdesarrollo a factores mucho más heterogéneos y difíciles de modelar, como el desarrollo de las instituciones. Algunos autores han intentado juntar las dos corrientes, como se ha hecho en el trabajo de Christian (1968), pero han sido la excepción, ya que resulta extremadamente difícil modelar las variables del segundo grupo. Así, la ventaja del primer grupo es que sus estudios utilizan variables sencillas para modelar y no tienen problema alguno en crear sistemas dinámicos, mientras que los segundos han modelado el desarrollo de forma mucho más compleja, pero menos mecánica y rigurosa, por lo que resulta casi imposible diseñar y comprobar sus modelos estadísticamente.

Un problema que se debe enfrentar cuando se estudia el desarrollo es que el término no ha sido definido en forma exacta, por lo que no existe consenso entre las ciencias sociales y económicas acerca de su definición. Se podría definir a grandes rasgos como un proceso mediante el cual se mejora la calidad de la vida de la sociedad o del bienestar social. De acuerdo con esa definición, el desarrollo incluiría distintas áreas, como la economía, el medio ambiente, la política, la cultura, etc. De tal manera, el desarrollo económico debería ser un sinónimo de mejoramiento en el *bienestar económico de la sociedad* (Altamirano, 2005). Sin embargo, la mayoría de los estudios no comparten esta definición, y analizan únicamente un par de variables económicas. Esto se debe a que el análisis del bienestar económico resulta extremadamente complejo, con variables que son imposibles de cuantificar en niveles de mejoramiento del bienestar y, por lo tanto, son imposibles de modelar. Aunque hay consenso en que el estudio del desarrollo debería ir más allá de la medición de unas cuantas variables – ingreso, capital, mano de obra, etc.–, los estudios realizados por Adelman y Morris (1971) y Unikel y Victoria (1970), en los que se ha tratado de transformar las variables no económicas en factores, han demostrado que sus resultados carecen de especificidad, por lo que es necesario seguir recurriendo a los modelos de algunas pocas variables económicas. Desde la década de 1990 el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) hizo un nuevo intento por incluir otro tipo de variables que no fuesen las tradicionales económicas. Se generó así el Índice de Desarrollo Humano (IDH), el cual debería medir variables no económicas. Sin embargo, para no sufrir del mismo problema de falta

de especificidad de los estudios anteriores, tuvo que presentar los tres parámetros de forma tradicional. El parámetro “Vida larga y saludable” sólo es medido según la esperanza de vida al nacer, la “Educación” es medida mediante la tasa de alfabetización de adultos y una razón de matriculación en educación primaria, secundaria y superior. Por último, el “Nivel de vida digno” es medido mediante el PIB per cápita en términos de paridad de poder adquisitivo en dólares. Es decir, el mejoramiento de la calidad de vida se describe con el simple incremento de las opciones que tiene un humano promedio, definido, a su vez, con un análisis enfocado en unas pocas variables sencillas de medir. Se debe mencionar que en la mayoría de los estudios de convergencia y desarrollo el IDH no ha sido considerado o ha sido considerado únicamente de forma complementaria.⁹²

En una somera revisión de los estudios sobre el tema se observa que el desarrollo económico es reducido a un proceso mediante el cual una economía (local, nacional o regional) experimenta un aumento en el ingreso nacional real per cápita durante un periodo significativo; es decir, el desarrollo económico corresponde al ingreso real (Altamirano, 2005). Incluso, la sustentabilidad no ha recibido atención en la mayoría de los estudios, por lo que la producción y el consumo que genera el ingreso per cápita no son diferenciados. Tampoco han sido incluidos los factores negativos en los cambios en el ingreso nacional real per cápita, como las tasas de suicidios o las enfermedades relacionadas al estrés, las cuales afectan sobre todo al Norte Global y ponen en entredicho los niveles de calidad de vida alcanzados.

3.1. Desarrollo, mundialización y el debate de la convergencia

Según Galbraith (1983), el proceso de desarrollo implica para la sociedad una secuencia de cambios y mutaciones que desde las puramente económicas se van extendiendo progresivamente a los restantes ámbitos vitales, para abarcar desde lo político hasta lo sociológico, pasando por las instituciones, la cultura, la demografía, el medio ambiente, etc. En este sentido, se puede hablar de un proceso histórico en el que los aspectos políticos, institucionales, antropológicos y culturales son tan o más importantes que los puramente económicos. Kuznets (1973 y 1979), por su parte, define al desarrollo económico

⁹² Un problema adicional es que los estudios cualitativos como el IDH generan datos muy discretos, lo cual dificulta hacer series de tiempo, problema que los modelos cuantitativos no tienen.

como el proceso de transformaciones globales, resultado del cambio productivo derivado de la introducción de nuevos modos de producción, que alteran decisivamente la proporción y la importancia de los distintos sectores de la economía de los países, y hacen que unos se vuelvan protagonistas en tanto que otros pasan a una posición secundaria. Chenery (1975) basa su teoría de desarrollo en la hipótesis de los tres sectores de Jean Fourastié (1954), que considera el desarrollo como un proceso de transición de una sociedad eminentemente agraria y rural, de bajos niveles de renta y productividad, a una sociedad urbana e industrial caracterizada por altos niveles de renta. El resultado de tal tránsito será una estructura económica donde el sector de los servicios será el mayoritario, y donde los niveles educativos y organizativos sean tan importantes para el progreso económico como la eficacia productiva del sistema económico. También surgieron las teorías de los sistemas mundiales (Wallerstein, 1987), que definen el desarrollo como una relación de la investigación, aplicación y transferencia de tecnología básica y productiva, mecanismos financieros y operaciones de comercio internacional. Los países se desarrollan mediante las inversiones productivas que refuerzan la producción manufacturera de un país en particular y generan un crecimiento de largo plazo. En cuanto a los mecanismos de comercio, se distingue entre las transacciones directas, que tienen un impacto mayor, más significativo e inmediato sobre un país, y las indirectas, como los contratos de comercio futuro, las especulaciones de los costos del transporte, los precios de los combustibles y las predicciones de cosechas futuras cuando dependen de condiciones climáticas para obtener su productividad y rendimiento, etc (Reyes, 2002).

Por último, están las teorías de la globalización, para las que los factores culturales son los principales determinantes de las condiciones económicas, sociales y políticas de los países, una concepción que comparten con la “escuela social exhaustiva”, o de “sociología comprehensiva”, de las teorías de Max Weber. Con base en esto, el sistema de valores y creencias y el patrón de identidad de los grupos dominantes (o hegemónicos) y alternativos (o subordinados) en una sociedad son los elementos más importantes para explicar las características de un país en términos económicos y sociales. Esta declaración de la teoría de Weber se debe aplicar a las condiciones mundiales actuales, especialmente en términos de la difusión y transferencia de valores culturales a través de sistemas de comunicación, los que están afectando cada vez más a los grupos sociales de todos los países. La idea central del desarrollo es una mayor integración con énfasis particular en la esfera de las transacciones

económicas. Se argumenta que en la actualidad los principales elementos para interpretar los procesos de desarrollo son los vínculos culturales entre los países, además de los vínculos económicos, financieros y políticos. En esta comunicación cultural, uno de los factores más importantes es la creciente flexibilidad de la tecnología para conectar a la gente alrededor del mundo (Reyes, 2002). En este sentido, los países menos desarrollados pueden alcanzar a los desarrollados mejorando sus sistemas de comunicación. Los sistemas de comunicación modernos implican modificaciones estructurales importantes en los patrones económicos, sociales y culturales de los países, que son cada vez más accesibles para las Pymes. Esta situación ha creado un ambiente distinto para realizar transacciones económicas, utilizar recursos productivos, intercambiar productos y aprovecharse de los nuevos mecanismos financieros.⁹³

Sin importar cuál de los autores mencionados se tome como modelo, se puede generalizar la definición del desarrollo como una evolución de alguna variable (instituciones, producción, sectores, etc.) que genera un mejoramiento en otras variables, generalmente en el ingreso per cápita. En este orden, los estudios de desarrollo y subdesarrollo se pueden remontar al *Ensayo sobre la ley de la población*, de 1789, trabajo de Lord Malthus (1766-1834) en donde analiza las causas por las que las naciones tienen aumentos distintos de la riqueza que hace que se desarrollen a ritmos distintos y el porqué no ha habido un desarrollo que haya conducido a la humanidad a ser feliz.⁹⁴

93 Para un estudio más detallado, véase Bell (1987) y Moore (1993).

94 Según Adam Smith, el salario se puede emplear únicamente en el gasto y el consumo inmediato o en el ahorro y la austeridad futura. Con el ahorro añadido al capital personal, el individuo puede emplear sus fondos para el mantenimiento del trabajo productivo o para prestarlo a otra persona. Siguiendo la concepción de Adam Smith, con este tipo de argumentos se puede señalar el aumento de la renta personal y la movilización del trabajo gracias al aumento de la riqueza. Malthus critica a Adam Smith cuando señala que éste no considera aquellos casos en los que al aumento de la riqueza de una sociedad no le corresponde un aumento del bienestar de la clase trabajadora. Malthus señala que un capital aplicado a la tierra puede resultar improductivo para el inversor, pero productivo para el conjunto de la sociedad. Por el contrario, un capital aplicado al comercio puede ser productivo para el individuo pero improductivo para la sociedad. De esta forma, el cultivo del suelo debe anteponerse a las actividades manufactureras y al comercio. Malthus argumenta que la felicidad está en proporción a la cantidad de alimentos que puede comprar el obrero por un día de trabajo. Por tal motivo, es necesario para la felicidad humana que la población aumente de una manera paulatina, y para conseguir esto ningún individuo debe contraer matrimonio hasta tener los medios suficientes para atender sus necesidades, pues el deseo del matrimonio debe ser un estímulo para que el hombre, por medio del trabajo, se proporcione el bienestar que le falta. Así pues, un hombre prudente que puede sostener dos hijos no se expondría al peligro de mantener cuatro o cinco; y de este modo, disminuyendo la oferta de mano de obra, aumentará el precio del trabajo.

3.1.1. Crecimiento y desarrollo en la economía clásica

La pregunta sobre el crecimiento económico y su relación con el desarrollo persiste desde la economía clásica. Adam Smith creía en la extensión del mercado para posibilitar una división del trabajo que haría posible la especialización de las fuerzas de trabajo y, por tanto, un incremento en la productividad (Escribano, 2002). De igual forma, en su controversia con Malthus sobre la Ley de Granos⁹⁵ en 1815, Ricardo promovió el libre cambio.⁹⁶ Para Ricardo el gravamen sobre los granos habría contraído la importación y obligado a cultivar tierras menos fértiles; lo que habría reducido la productividad del trabajo agrícola y, en consecuencia, los beneficios. En cambio, el libre comercio de granos constituiría un freno a la extensión del cultivo hacia tierras menos productivas, lo que mantendría la tasa de beneficio. Ricardo estaba convencido de que, si se dejaban de producir los bienes agrícolas –que para los clásicos son los únicos con rendimientos decrecientes– en el extranjero, la economía de un país se puede concentrar en la producción nacional de los bienes industriales –que se producen a rendimientos crecientes o por lo menos constantes– para ofrecerlos a cambio, lo cual no afectaría a los beneficios de los capitalistas (Pasinetti, 2000). Malthus, por su lado, consideraba que los impuestos sobre el grano aumentarían las rentas sobre la tierra y, de este modo, crearían un mercado más amplio para los productos, propiciando un aumento en los precios y ganancias en todas las ramas productivas. El argumento era que los precios más altos de los granos favorecerían a los trabajadores, ya que al recibir rentas reales más altas se incrementaba su poder adquisitivo (Ekelund *et al.*, 2003).

Aunque si bien la mayoría de las teorías sobre el desarrollo del Centro han favorecido la apertura comercial y el libre cambio, sus políticas han sido más bien *malthusianas*. El hecho de poner aranceles a las importaciones para cultivar tierras menos fértiles –o producir bienes y servicios de forma menos rentable que en alguna otra parte del mundo–, no sólo les garantiza la defensa de salarios

95 Durante las décadas de 1800 y 1810 el precio del trigo se había más que duplicado, lo que provocó el cultivo de tierras cada vez menos fértiles. Sin embargo, en 1813, debido a una cosecha abundante y al advenimiento de la paz en 1814, los precios del trigo habían bajado a la mitad y continuaban en descenso. Los propietarios de la tierra veían con preocupación esta tendencia y pedían que se limitaran las importaciones de granos baratos. Se propuso, entonces, poner un impuesto a la importación de granos y en 1815 se fijó un precio mínimo por debajo del cual las importaciones estaban prohibidas.

96 La teoría neoclásica o marginalista, con sus escuelas del pensamiento desde el modernismo hasta la Escuela de Chicago –la más radical del *laissez-faire*–, ha abogado por la desregulación y la apertura comercial, inclusive si estudios como el de Musa (1976) y posteriormente el de Neary (1978) argumentan que la liberalización comercial cambia los precios relativos con los bienes en el mercado, por lo que algunos sectores ganarán, mientras por fuerza otros perderán.

reales más altos, sino también funciona como un mecanismo de pleno empleo.⁹⁷ El Norte Global ha defendido sus mercados desde las épocas coloniales de esta forma, cuando prohibía el desarrollo agrícola e industrial en sus colonias, hasta el actual boicot a la Ronda de Doha con todo tipo de justificaciones, como la más reciente de Sarkozy de hacer fracasar cualquier intento de liberalización a favor del Sur para defender la agricultura europea (*El Economista*, 17 de julio de 2008).

3.1.2. Crecimiento y desarrollo en la escuela neoclásica y marxista

Las dos principales escuelas de pensamiento de la primera mitad del siglo XIX y del siglo XX –la neoclásica y la marxista–⁹⁸ han tendido a analizar a los países de la Periferia con las mismas herramientas que utilizan para analizar a los países del Centro, es decir, de forma monoeconómica. Las dos escuelas de pensamiento creen obstinadamente en el desarrollo como una secuela de etapas por las que toda sociedad debe atravesar. Marx, por ejemplo, consideraba que sólo la implementación de la propiedad privada y una gestión pública de estilo europeo –o, mejor dicho, anglosajón– podían generar el capitalismo, una fase indispensable para llegar a una sociedad socialista (Marx/Engels, 1956, citado en Kalmring *et al.*, 2004).

Desde el siglo XIX y hasta la Gran Depresión, la ideología económica preferente se basaba en el optimismo de Ricardo por el libre cambio. Se consideró que el “modelo hacia afuera” (Pinto, 1991) iba a propiciar una convergencia entre las economías desarrolladas y las menos desarrolladas debido a la división internacional del trabajo y el comercio exterior. En una primera etapa, los países de la Periferia iban a estar condenados a producir alimentos y materias primas que irían a los grandes centros industriales del Centro (*ibidem*, 1991). Por la división internacional del trabajo, los países de la Periferia se iban a especializar cada vez más. Se creía que los adelantos de la productividad en el

97 La razón por la que los clásicos no discuten la cuestión del empleo es su suposición del mecanismo demográfico, según la cual, para estar en un estado estacionario, el salario unitario debía ser igual al salario de subsistencia. Estaban convencidos de que si el salario unitario fuera mayor al de subsistencia, entonces la población aumentaría, y si fuera menor la población disminuiría. Si entonces se daba la igualdad, entonces la oferta laboral (N) debía ser igual a la cantidad disponible de trabajo (\bar{N}) (Pasinetti, 1987).

98 En especial, los economistas marxistas de la Periferia se encontraban frente a un gran problema. Las cartas de Marx sobre el colonialismo de India y China (Marx-Engels, 1956, citado en Kalmring *et al.*, 2004) justifican el exterminio de la cultura oriental por considerarla déspota e inferior a la cultura europea. Por ello, una gran parte de esos economistas buscó refugio en la teoría de la dependencia e influyó decisivamente en ella.

Centro y la Periferia llegarían a compartirse con ventajas adicionales para la última a causa de que el progreso tecnológico se difundía con mayor vigor y amplitud en las producciones industriales. Además, se consideraba que la demanda de productos alimenticios y materias primas iba a incrementarse en el Centro por el aumento del ingreso per cápita. Fue así como surgió la era del “libre mercado” que se extendió desde 1846 hasta la Gran Depresión. La economía europea tomó las riendas tanto en Europa como en sus colonias (Osterhammel, 2007). El volumen del comercio exterior mundial se incrementó entre 1800 y 1913⁹⁹ 25 veces, con dos etapas muy claras de auge: 1850 y 1870. El comercio mundial creció mucho más aprisa que la producción global (Kenwood *et al.*, 1999), lo que generó la primera crisis global en 1873, considerada por muchos historiadores como la Primera Gran Depresión. En 1873 los bienes agrícolas cayeron por los suelos, varias economías periféricas fueron afectadas y la producción global per cápita apenas creció (Lewis, 1978).

A más tardar en 1880, en el Centro ya se comenzó a hablar de una economía global (Sartorius, 1931). Los flujos de capital comenzaron a tener tamaños inimaginables para su época. Los ingleses exportaban cada año entre el 5 y el 7% de su PIB en capital financiero, con el que compraban bonos y acciones de empresas en todo el mundo, en especial ferroviarias. Desde 1870 comenzó un sistema internacional de divisas. Todas las divisas relevantes en el comercio mundial tenían una paridad fija con el oro, lo que eliminó los miedos del tipo de cambio y fomentó aún más el libre flujo de capitales¹⁰⁰ (McNeill, 1998; Eichgreen, 2000). Los flujos de la Gran Bretaña hacia los países emergentes de aquella época (Argentina, Brasil, China, Japón, Rusia y Turquía) eran mayores que los de hoy en día, medidos como porcentaje del PIB. Los bonos de los países emergentes emitidos en el London Stock Exchange representaban entonces el 50% del PIB del Reino Unido¹⁰¹ (Mauro *et al.*, 2002). De esta forma, se creía, pues, que los países iban a converger, ya que los menos desarrollados conseguirían el financiamiento que requerían y con la división internacional del trabajo se producirían cada vez más bienes y menos alimentos, lo que iba incrementar la renta per cápita de los trabajadores de la

99 El siglo XIX se considera un siglo largo porque se dice que comenzó en 1789 con la Revolución Francesa y terminó en 1914 con la Primera Guerra Mundial. Dicho de otro modo, el siglo XIX duró 125 años. Por contraste, el siglo XX se considera un siglo corto, pues duró apenas 75 años: desde el inicio de la Primera Guerra Mundial hasta la caída del Muro de Berlín. Para una mayor profundización del tema, véase Eric J. Hobsbawm, *The Short Twentieth Century, 1914-1991* (Nueva York, Random House, 1995); Karl Polanyi, *La gran transformación. Los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo* (México, FCE, 2001), y Pierluigi Ciocca, *La economía mundial en el siglo XX* (Barcelona, Crítica, 2000).

100 Es importante recalcar que la integración financiera de hoy en día es mucho menos intensa que la de 1870 a 1913 (FMI, 2003).

Periferia. Sin embargo, esto no se dio. Por un lado, la crisis de 1873 provocó un desplome de los precios de los bienes agrícolas, lo que afectó severamente la Periferia. Por otro lado, el modelo teórico asumía igualdad en los términos de intercambio;¹⁰² pero esto nunca sucedió con el Centro, ya que éste usaba políticas proteccionistas como, por ejemplo, las leyes de Fordney-McCumber de 1922 y las de Smoot-Hawley de 1930. Con esto se generó una política de desarrollo denominada “Beggary-Neighbour”,¹⁰³ la cual acentuó aún más la Gran Depresión (Ugarteche, 2007).

3.1.3. El debate a partir de la Gran Depresión

Las fallas de esas prácticas produjeron un intenso debate durante y después de la Gran Depresión y dieron paso a dos corrientes (la teoría de la modernización y la escuela estructuralista-dependencista) muy significantes. La demanda de los bienes primarios ha oscilado periódicamente, creando grandes trastornos a las economías del Sur, sobre todo tasas de crecimiento bajas y que variaban enormemente que impedían planificar. Además, el crecimiento de la demanda para dichos bienes sólo crecía lentamente y acentuaba aún más la divergencia de salarios entre el Centro y la Periferia.

101 Hay que resaltar que ha habido más crisis en la era pos-Bretton Woods que en el siglo XIX, pero éstas han sido menos costosas (Eichengreen, 2002). Mientras que en el siglo XIX las crisis eran específicas de un país, en la era pos-Bretton Woods se volvieron regionales (Mauro *et al.*, 2002). Se puede decir que la integración ha sido distinta. Mientras que en el periodo 1870-1913 los flujos de capital tenían una correlación más fuerte con variables de la economía real, por lo que los países en crisis eran afectados de forma mucho más fuerte, las crisis en la segunda mitad del siglo XX se caracterizan más por tener grandes co-movimientos con variables financieras de sus países vecinos. Es decir, los inversionistas del siglo XIX interpretaban una información negativa en un país como caso aislado, lo que generó crisis severas pero locales, mientras que los inversionistas del siglo XX consideraban una información negativa como un dato que afectaría a una región por completo, y eso hizo que las crisis fueran menos severas con los países individuales pero más severas para regiones enteras (FMI, 2003).

102 “Términos de intercambio” (en inglés, *terms of trade* o TOT) es un término utilizado en el comercio internacional para referirse a la evolución del valor de los productos exportados de los países, calculado según el valor de los productos que importa, a lo largo de un cierto periodo, para saber si existen aumentos o disminuciones. Se habla de “deterioro de los términos de intercambio” cuando el valor de los productos de exportación tiende a disminuir comparado con el de los productos importados.

103 Significa “empobrecer al vecino”. Se trata de políticas proteccionistas que pretenden encontrar la solución de los problemas económicos domésticos –habitualmente, la falta de crecimiento y el desempleo– mediante medidas que implican un perjuicio a otros países, como el uso de devaluaciones competitivas o el establecimiento de barreras a la importación. Entre ellas, la Ley Fordney-McCumber (1922) y la Ley Smoot-Hawley (1930) se consideran las más importantes.

En la Periferia comenzaron a importar cada vez más bienes manufacturados. Todo esto favoreció la demanda global de productos manufacturados, mientras que la demanda global de bienes primarios se estancaba o se reducía. Esto provocó que los precios de los bienes manufacturados – producidos en el Centro– se incrementaran y se ampliara aún más la brecha. Así, los flujos en vez de ir del Centro a la Periferia, como se había pensado, y que además generarían una convergencia, iban en sentido contrario, provocando que las ganancias se incrementaran en el Centro y se acentuara la divergencia. Ni la fuerza de trabajo ni el capital se desplazaron como se previó teóricamente. Por otra parte, como los flujos financieros inhibían la creación del ahorro en el Sur, no se veía una inversión interna que fomentara la especialización del trabajo y la creación de distritos industriales.

Pasada la Gran Depresión, se buscaron alternativas, tanto ortodoxas como heterodoxas, en el mundo capitalista. La teoría neoclásica siguió favoreciendo la idea monoeconómica con la *teoría de la modernización*.¹⁰⁴ En este sentido, en el Sur surgió un concepto de desarrollo heterodoxo, influido por una vertiente de la teoría keynesiana y de la teoría del comercio internacional, pero que hacía hincapié en un modelo de industrialización “hacia adentro” para poder competir sin las desventajas ya mencionadas en el comercio mundial. Así surgieron el Estructuralismo y su posterior crítica en la teoría de la Dependencia.¹⁰⁵ La teoría de la modernización se caracteriza por las siguientes definiciones:

104 Los principales supuestos, o más bien axiomas, de la teoría de la modernización se basan fundamentalmente en la concepción de la modernización como un proceso de evolución por etapas. Es esencial darse cuenta del determinismo social como el componente más sobresaliente de las teorías evolucionistas: la humanidad evoluciona forzosamente desde lo primitivo a lo avanzado en una única dirección, por lo que el destino está predeterminado. Además, se considera que la evolución es únicamente positiva, ya que se asocia al progreso y a la civilización. En la teoría de la modernización también influye la cultura –muy influenciada por la idea weberiana acerca de la importancia de los valores y las actitudes sociales– de forma determinista. Siguiendo la explicación del desarrollo capitalista basada en las virtudes del protestantismo, ciertas culturas y religiones serían más favorables al desarrollo económico que otras (Escribano, 2002).

105 Si bien desde los años treinta hubo conceptos de estructuralismo –principalmente el de Prebisch–, el debate latinoamericano comenzó durante la década de los cuarenta, cuando un grupo de economistas que trabajaban para la CEPAL criticaron la teoría tradicional del comercio internacional y sus efectos en el desarrollo, al señalar que las relaciones entre el Centro y la Periferia tendían a incrementar la brecha entre los países ricos y los países pobres. La crítica de la CEPAL provino tanto de economistas liberales ortodoxos como de los marxistas. Durante los años cincuenta las teorías de la CEPAL llegaron a ser aceptadas como estrategia para el desarrollo por muchos de los regímenes de América Latina. Después de que la expansión de los cincuenta se convirtió en el estancamiento de los sesenta, las críticas a las ideas de la CEPAL se hicieron más abiertas. La crítica más severa la hizo la izquierda y llegó de tres direcciones: 1) de una generación más joven y radical de economistas de la CEPAL; 2) de los llamados neomarxistas, asociados con la revista estadounidense *Monthly Review*, fundada por Paul Sweezy, y 3) de los marxistas de tradición europea. Estas críticas han sido el punto de partida para diversas escuelas en el debate latinoamericano sobre dependencia y subdesarrollo. Aunque si bien las tres corrientes eran distintas (principalmente, porque, a diferencia del estructuralismo cepaliano, tenían como fundamentales otros conceptos que no fueran únicamente económicos), son consideradas como parte de la escuela de la dependencia.

- I. La modernización es un proceso homogeneizador que genera tendencias hacia la convergencia entre las sociedades (Levy, 1967).
- II. La modernización es un proceso eurocéntrico (Tipps, 1976), puesto que considera que Europa Occidental y Estados Unidos son los países a los que hay que copiar por su prosperidad económica y su estabilidad política. Sin embargo, prohíbe la imitación de los procesos inhumanos con los que Europa y Estados Unidos han generado su crecimiento, mientras reprocha cualquier intento que los países periféricos emprendan alejados de la democracia occidental.
- III. La modernización es un proceso evidentemente irreversible. En otras palabras, una vez que los países del Sur Global se adaptan al Occidente será imposible que dejen el proceso de modernización.
- IV. La modernización es un proceso progresivo que a largo plazo es no sólo inevitable sino deseable.
- V. La modernización es un proceso extremadamente largo en el tiempo; un cambio basado en la evolución. Tardará generaciones e incluso siglos para que culmine. Este último punto parece más bien una justificación por los pobres resultados que había ofrecido la teoría, pero que evitará la adopción del modelo comunista, basado en saltos revolucionarios.

El problema principal de los modelos de la modernización es su intento universalista de encontrar una solución. Es por esta falacia que Fischer (1999) –un alto ejecutivo del Fondo Monetario Internacional– critica esta teoría ortodoxa del desarrollo, definiéndola como el intento de encontrar el ingrediente mágico copiando el desarrollo europeo. Otro punto crítico es la determinación arbitraria del periodo de estudio. Tomar como periodo de observación 500 años —desde los últimos siglos de la Edad Media hasta la actualidad—, sin ninguna justificación, hace parecer que es más bien un intento de demostración a toda costa. Si simplemente se amplía el horizonte temporal de estudio se observa que la evolución simplificada propuesta por la teoría de la modernización es incorrecta.

Hasta mediados del siglo XX, el Sur Global no tenía ni teoría ni política de desarrollo regional propia que se haya difundido. Fue apenas a finales de los años cuarenta del siglo XX cuando surgió oficialmente una teoría del Sur: la Escuela Estructuralista-Dependentista.¹⁰⁶ Surgió como respuesta de intelectuales del Sur al fallido modelo de desarrollo hacia afuera posterior a la Gran Depresión, y es llamada generalmente como el “pensamiento cepaliano”. Otra razón fue que el modelo “hacia afuera” había olvidado los mercados nacionales y únicamente producía bienes y servicios para la exportación. Una idea básica del enfoque estructuralista cepaliano era que los productos primarios no podían tener más valor para las exportaciones que satisfacer a los mercados internos, por lo que se buscó un modelo de desarrollo “hacia adentro”.¹⁰⁷ Ahora serían la industria y el mercado interno los pilares de la nueva estrategia, aunque se conservó el ideal capitalista de racionalidad económica y maximización de ganancias (Ceballos, 1997). Lo interesante de este modelo fue el concepto de *productividad marginal social* como un punto de desarrollo y que traería la convergencia. Mediante un sistema proteccionista se intentó, entre otras cosas, superar el déficit secular de la balanza de pagos y una diversificación de la industria con la intención de aumentar los niveles de productividad. La relación con el comercio exterior también iba a cambiar notoriamente, ya que se consideraba eliminar las barreras proteccionistas cuando la industria estuviera lista para competir primero regional y después globalmente. Se trataba, pues, de proteger a la industria naciente y dejar que ésta madurara protegiéndola de la competencia exterior, y de que una vez que estas industrias crecieran y fuera satisfecho el mercado interno, canalizar su producción hacia el exterior, para contribuir así a una mayor estabilidad del mercado de divisas, al crecimiento económico y a seguir diversificando la industria (Ceballos, 1997).

106 En la presente tesis no se profundizará detalladamente en las escuelas estructuralista y dependista, porque, por un lado, los autores estructuralistas ya hablaban de dependencia y Centro-Periferia y, por otro, los que luego se autodenominaron “escuela dependista” no constituyeron un pensamiento homogéneo, sino más bien elaboraron una crítica heterogénea del estructuralismo cepaliano. Así, la escuela de la dependencia surgió de la convergencia de dos tendencias intelectuales: una llamada con frecuencia “neomarxista” y otra cuyas raíces fueron las primeras discusiones latinoamericanas sobre el desarrollo, las que finalmente configuraron la tradición de la CEPAL (Blomström *et al.*, 1990). De esta manera, Blomström y Hettne (1990, capítulo 2) definen a Raúl Prebisch como primer intelectual de la escuela dependista latinoamericana.

107 Se debe señalar que el modelo no favorecía la autarquía ni le daba la espalda al comercio exterior, sino que el país primero se debía industrializar para poder competir en el mercado exterior.

Un punto fundamental fue el cambio de función de los flujos de capital del exterior. En el modelo de crecimiento “hacia afuera” los flujos tanto de inversión directa como de créditos públicos constituyeron la forma principal de financiamiento. Con la Gran Depresión estos flujos desaparecieron casi por completo. El modelo de crecimiento “hacia adentro” cambió radicalmente: el ahorro interno comenzó a tener un papel predominante (Pinto, 1991) y los controles sobre el comercio exterior así como la modificación en la estructura de importación, permitieron usar esos flujos para adquirir bienes de capital en los mercados globales. Mientras que en el primer modelo el gobierno no influía en el uso de los flujos, en el segundo desempeñó una función vital. No obstante, esto no propició que desaparecieran los flujos de capital del exterior, aunque ahora consistían principalmente en créditos de desarrollo con bajas tasas de interés y de largo plazo, o bien en inversión extranjera directa para generar nuevos activos fijos, en el sector industrial principalmente, los cuales también eran de largo plazo. El capital especulativo era prácticamente irrelevante, ya que los países del Sur implementaron una política de represión para limitar el crecimiento de las bolsas de valores¹⁰⁸ (Ortiz, 2007b).

En la década de los setenta aparece una nueva teoría de crecimiento económico que debería llevar al desarrollo y a la convergencia: los Chicago Boys. Éstos eran 25 estudiantes chilenos (Meller, 1984; Valdés, 1995) que fueron enviados por la dictadura pinochetista a estudiar economía a la Universidad de Chicago, de donde regresaron influidos por la Escuela de Chicago y que posteriormente legislaron una nueva política económica chilena referenciada a la economía de mercado de orientación monetarista, de la que el Estado volvería a dejar de ser el motor principal. La crisis de la deuda de la década de los ochenta hizo posible que las instituciones supranacionales –BM y FMI– dominadas por el Norte introdujeran esta escuela de pensamiento en prácticamente toda América Latina, en lo que actualmente conocemos como neoliberalismo.¹⁰⁹

Lord Bauer y su obra magna, *Dissent on Development* (1972), influyó en gran medida tanto en Milton Friedman (1912-2006), padre de la escuela monetarista, como en Williamson, padre del Consenso de Washington. La escuela de pensamiento económico en la que más influyó Bauer fue, sin lugar a dudas, la Escuela de Chicago, la cual tomó como premisa la importancia fundamental de la

¹⁰⁸ Éste es el problema fundamental del por qué la literatura sobre el crecimiento y desarrollo de las bolsas de valores en el Sur es escasa, ya que comienza a surgir apenas en el periodo neoliberal.

libertad personal (Samuelson *et al.*, 1990). Entre los pensadores más notables de esta escuela están Milton Friedman, Friedrich Hayek, Frank Knight y Henry Simons, quienes abogaron toda su vida por el *laissez-faire*. El argumento principal es que el mercado asigna de la mejor forma los recursos escasos, retomando los viejos principios neoclásicos de finales del siglo XIX: el libre cambio, la racionalidad del consumidor, la función de producción (que debe ser por fuerza de tipo Cobb-Douglas –aunque Knut Wicksell, 1851-1926, observa varias inconsistencias–, convexa, continua y diferenciable, así como homogénea de primer grado para que no haya ningún excedente (Pasinetti, 2000), la idea marginalista del salario y la justicia distributiva (Clark, 1899 y 1901), la homogeneidad del capital y la eficiencia de los mercados en general.

Según ellos, cuando el Estado interviene para resolver los “problemas del mercado”, por ejemplo, para poner control a los precios de alquiler, genera más problemas (en este caso, una escasez de vivienda), y cuando los sindicatos para exigir salarios mayores, son los principales responsables del desempleo, etc. En este sentido, el pensamiento de la mayoría de los economistas desde los años

109 El término “neoliberalismo” o “nuevo liberalismo” no tiene una definición homogénea. Esto se debe a que el concepto no es un proyecto teórico abstracto sino más bien un concepto histórico que se adaptó a las necesidades de las sociedades y, por consiguiente, fue adoptado y extendido. Sin embargo, se puede considerar como neoliberalismo a toda política económica propuesta o influida por Friedrich August Hayek (1899-1992) y Ludwig von Mises (1881-1973), quienes, por decirlo de alguna forma, son las figuras claves en tal pensamiento. El nuevo liberalismo, por una parte, retoma el liberalismo clásico pero al mismo tiempo lo contradice en especial, al no encontrar una respuesta a la Gran Depresión de 1929 a 1932. Los neoliberales buscan, por lo tanto, factores exógenos como el Estado, la política y la sociedad como los principales responsables de las crisis y afirman que los mecanismos de mercado funcionan a la perfección si no son boicoteados por estos factores exógenos (Mattfeld, 1984). Es así como los economistas Walter Eucken y Alexander Rüstow culpan en 1932 al gobierno alemán de la crisis y favorecen la llegada de Hitler y la NSDAP al poder (Eucken, 1932; Rüstow, 1932). Rüstow, incluso, justifica la dictadura nazi propuesta por Carl Schmitt (*ibidem*, 1932). Según estos dos economistas, debe haber un Estado fuerte que separe la libertad de la economía contra los intereses de la sociedad representados por el parlamento. Esta escuela de pensamiento fue nombrada posteriormente como “Ordoliberalismo” y su base teórica fue la Escuela de Freiburg. Esta escuela encontró gran aceptación internacional cuando Walter Lippmann, en 1937, publica su libro *An Inquiry into the Principles of Good Society*, donde justifica las ideas de libertad del nuevo liberalismo. En 1928, Ludwig von Mises y Friedrich August von Hayek organizan un coloquio en París en el que definen por primera vez la visión del neoliberalismo. En 1947 Hayek funda la Mont Pèlerin Society (MPS) como la red de élite del pensamiento neoliberal. Aunque el neoliberalismo tiene una historia de por lo menos 70 años (Ptak, 2007), se consideran neoliberales las políticas de los noventa, por las que se liberalizaron los mercados financieros, se flexibilizaron los tipos de cambio de las monedas nacionales, se intensificó el libre comercio –en especial, con la creación de la Organización Mundial de Comercio (OMC)–, se redujeron enormemente tanto los aspectos sociales como de intervención económica del Estado y se fomentaron reformas microeconómicas que deberían mejorar la productividad empresarial.

ochenta son réplicas de las obras magnas de Friedman, *Capitalismo y libertad* (1962) y *An Economist's Protest* (1972). En ambos libros el argumento principal siempre es que la mano del Estado interviene en la libertad personal y que, por consiguiente, no consigue cumplir sus objetivos.¹¹⁰

El gran éxito que tuvieron estos economistas a partir de los ochenta generó la apertura comercial de casi todo el mundo, con lo que algunos autores consideran que comenzó una nueva etapa de desarrollo llamada “globalización”.¹¹¹ Sala-I-Martin define a la globalización como el libre intercambio de capital, trabajo, tecnología y mercancía. En este sentido, la idea de desarrollo y convergencia están basadas en la teoría de la productividad marginal y la justicia distributiva de John Bates Clark (1847-1938). Clark supuso que los factores de producción se remuneran por su productividad marginal, que es el aumento obtenido en la producción por la última unidad adicionada al proceso productivo (por ejemplo, el último empleado contratado). Por tal razón el salario del último trabajador no puede ser superior a su productividad, y como todos los trabajadores son intercambiables, cada uno podría ser el último trabajador. Así, todos los trabajadores tendrían como salario máximo el producto marginal. En la visión neoclásica, esto no sólo es la garantía de eficiencia sino también de justicia distributiva. El primer punto, porque es la única forma de estar en equilibrio, y el segundo, porque el salario así definido es una remuneración justa (Gómez, 2008). Ahora bien, si existe libre intercambio de capital, trabajo, tecnología y mercancías, por la misma idea marginalista y las distintas tasas de beneficios, los países comenzarían a converger en su productividad marginal. Esto propiciaría que los salarios del mundo entero terminaran en convergencia.

110 En primer lugar, aunque el argumento suena tentador, en retrospectiva se observa una gran cantidad de errores desde el aspecto social, puesto que los países del Norte (que practican, casi sin excepción, algún tipo de democracia y sustentan economías de mercado) tienen los índices de suicidios y de consumo de drogas más elevados de todas las naciones. En segundo lugar, olvidan la gran cantidad de fallas de mercado que existen, por lo que argumentar a favor de una economía plenamente de mercado no es alternativa. Como ejemplo actual están las economías de mercado que desde 1820 son las más responsables del calentamiento global, y sin embargo, esos costos externos no han sido internalizados hasta el día de hoy.

111 Como ya se mencionó, esta idea de comercio internacional no es nueva. Durante el siglo XIX fue utilizada y en la actualidad los flujos de bienes no representan ni el 50% de los que se comerciaron en el siglo XIX. Sin embargo, existe una diferencia: los flujos de capital. En el siglo XIX a éstos los constituían primordialmente la inversión extranjera directa y los créditos gubernamentales. Hoy en día surge de forma creciente una tercera modalidad: los flujos de portafolios.

En lo que respecta a la convergencia generada por la globalización, se puede considerar que la liberalización comercial –que encamina a la integración regional– es un componente principal en la reasignación de recursos que responden a ventajas comparativas (López-Cordoba *et al.*, 2003), por lo que el grado de convergencia o divergencia económica estaría dirigido en gran medida por el diferencial en productividades y el desarrollo de infraestructura. El desarrollo de infraestructura también es indispensable para que los sectores industriales de los países puedan generar ventajas competitivas, es decir, ventajas en la producción que sea difícil imitar y posible mantener durante el mayor tiempo posible. La globalización genera una mayor convergencia, ya que los países que adaptan su infraestructura podrán imitar más rápido el bien o servicio, con lo que obtendrían parte de la renta que deja este bien o servicio.¹¹² Resulta, entonces, claro que no es posible dejar el desarrollo de la infraestructura al mercado, ya que al ser un bienestar social desaparece el incentivo individual, a menos que distintos individuos que vieran un bienestar individual muy parecido se buscaran y se pusieran de acuerdo para llevar a cabo la inversión. Este caso resulta poco realista, por lo que la mayoría de los gobiernos han dedicado enormes cantidades de dinero para evitar esa disparidad creada por la falta de infraestructura. De esta manera, los fondos de cohesión y de desarrollo regional –como los de la Unión Europea– tienen como objetivo asignar el gasto público de tal forma que las regiones pobres reciban capital para financiar infraestructura o capital humano y reducir así las disparidades y generar convergencia. Se ha demostrado que de esta forma, y con que la inversión del Estado no genere un *crowding out* de la inversión privada, se acelera la convergencia entre las regiones (Everdeen *et al.*, 2002).

3.1.4. Mercados financieros, bolsas de valores y su rol en la convergencia y el desarrollo

La importancia del sector financiero en el desarrollo y crecimiento económico ha sido principalmente estudiada para proponer o imponer políticas de liberalización financieras. La hipótesis principal ha sido que estas reformas incrementarían tanto el ahorro como la inversión. Desde los primeros trabajos se teorizó sobre la importancia de las estructuras financieras para fomentar el desarrollo. La teoría financiera ortodoxa asevera que existe una relación positiva entre el sector financiero y el crecimiento

¹¹² Por ejemplo, Taiwán ganó la delantera a Estados Unidos en la investigación científica de las TICs, al mejorar sus ventajas competitivas con la construcción del Hsinchu Science Park, que superó al Silicon Valley.

económico, por lo que es necesario liberalizar y desregular dicho sector para evitar la represión financiera que inhibe el crecimiento económico. No obstante, el mercado bursátil no ha recibido gran atención en el debate sobre crecimiento y convergencia (Ortiz 2007b).

La posición teórica que favorece la liberación y desregulación de los mercados financieros está basada en los trabajos de Gurley y Shaw (1955 y 1960), Brainard y Tobin (1968), Goldsmith (1969) y McKinnon (1973). Teóricamente, ya no hubo mucha evolución en este sentido, y los estudios posteriores son de índole econométrica proponiendo demostraciones. El argumento central es que el mercado financiero es esencial para el desarrollo de largo plazo. Su hipótesis es que un sector financiero reprimido no canaliza bien los ahorros, que los intermediarios financieros no pueden decidir de forma eficiente entre las alternativas existentes y que las empresas son desalentadas para que realicen inversiones y ello las hace muy inciertas, lo que da como resultado un crecimiento económico restringido.

De esta manera, al redactar el Consenso de Washington, John Williamson estimaba que la liberalización de los mercados financieros iba a traer beneficios para el crecimiento económico. Hay que recalcar que Williamson propuso crear políticas individuales de liberalizaciones. Sin embargo, el Banco Mundial, el FMI, el Departamento del Tesoro y la cúpula política neoliberal hicieron caso omiso e implementaron las políticas¹¹³ de forma mecánica. Las reformas de liberalización financiera consiguieron atraer una gran cantidad de capital financiero, pero éste era extremadamente volátil y generó recurrentes una crisis financieras.

Como ya se vio en la sección 2.3.1. el trabajo de Levine (1997) resume los puntos principales del porqué el sector financiero promueve el desarrollo. Un sector financiero desarrollado disminuye el riesgo mediante la negociación de activos no deseables, promueve la promoción de especialización corporativa al facilitar la compra de acciones de empresas eficientes, canaliza los ahorros a la inversión productiva¹¹⁴, fomenta el seguimiento a los administradores para el ejercicio del control corporativo¹¹⁵, permite la cobertura del riesgo mediante productos derivados y otros mecanismos para el control del

¹¹³ En sí, es difícil encontrar en el escrito de Williamson una política. Más bien, son reflexiones sobre 10 puntos que consideró relevantes.

riesgo, optimiza los rendimientos mediante la diversificación y unificación de riesgos creando portafolios según el nivel de aversión de riesgo de cada agente, y fomenta la divulgación y adquisición de la información necesaria para la asignación de recursos.

En este sentido, un sistema financiero reprimido inhibe el crecimiento ya que los mecanismos de ahorro son ineficientes, los intermediarios financieros no pueden canalizar de forma eficiente entre las alternativas y las empresas son desalentadas de llevar a cabo inversiones, porque la represión financiera reduce los rendimientos a las inversiones e incrementa su incertidumbre. Así, la disponibilidad creciente de instrumentos financieros y su creciente negociación incrementan el ahorro y la inversión en una economía y reducen los costos de transacción e información en beneficio de inversionistas, empresas y autoridades financieras, al fortalecer sus decisiones y optimizar la competitividad internacional de las empresas e instituciones nacionales, lo que a su vez promueve el desarrollo (Ortiz *et al.*, 2007c).

Las voces que ponen en duda dichas afirmaciones son limitadas. Stiglitz (1985) –y posteriormente Capasso (2004)– argumenta que los mercados de capital en los países del Sur no generan los incentivos adecuados para la adquisición de la información bursátil y empresarial necesaria para la toma de decisiones. Es decir, que aunque se liberalice el sector financiero éste sigue siendo ineficiente, ya que la información asimétrica seguirá inhibiendo la inversión. Las políticas de tasas de interés se vuelven ineficientes y las decisiones de los bancos y empresas se vuelven igualmente ineficientes e incapaces de discriminar entre buenos y malos acreedores. Por su parte, Singh (1997) aduce que el crecimiento financiero puede no ser benéfico para el desarrollo económico debido a tres razones:

- la volatilidad inherente y la arbitrariedad de los procesos de fijación de precios en los mercados emergentes;

114 En este punto es donde la liquidez que proveen los mercados accionarios juegan un rol fundamental para el proceso ahorro-inversión.

115 La fijación de precios manda una señal muy clara sobre el desempeño de los administradores a los accionistas.

- el fuerte vínculo entre el mercado accionario y los mercados de divisas, particularmente cuando choques desfavorables exacerbaban la inestabilidad macroeconómica y limitan el crecimiento;

el crecimiento de los mercados accionarios tiende a debilitar las tradicionales relaciones entre la banca y la empresa.¹¹⁶

3.2. Modelos de convergencia

Los primeros modelos de crecimiento y convergencia económico fueron creados por sir Roy F. Harrod (1939) y Evsey D. Domar (1946), para algunos de origen keynesiano clásico y para otros de origen pos-keynesianos, cuyos modelos corresponden a los de ajuste vía acervo de capital y utilizan los agregados económicos keynesianos (Altamirano *et al.*, 2005).

Aunque si bien fueron los (pos)keynesianos los que comenzaron a modelar el desarrollo y la convergencia, se utiliza el modelo neoclásico desarrollado por Solow (1965)¹¹⁷ como punto de partida. Éste considera una función de producción agregada, es decir, una relación funcional compleja entre factores productivos y el producto agregado. Así, un aumento en la producción se debe a incrementos en las cantidades de los factores o a cambios en la tecnología para producir más con una misma cantidad de factores. Solow supuso una función de producción logarítmica homogénea y en la que existe una sustitución completa entre capital y trabajo. Argumenta con su modelo que los países pobres crecerán a tasas más altas que los países ricos, pero que los dos se orientan a un mismo estado de equilibrio o estado estacionario¹¹⁸ debido a tres factores (Altamirano *et al.*, 2005):

1. La velocidad de crecimiento, al no estar en el equilibrio, depende inversamente del nivel de capital.

116 A pesar de los muchos errores y problemas que tiene esta relación empresa-banco, ha promovido las inversiones y el crecimiento corporativo en muchos países, particularmente en los del Sudeste Asiático. Sin embargo, en Latinoamérica, donde la forma de financiamiento tradicional han sido la informal y los créditos de proveedor, este punto puede superarse con el fomento del financiamiento mediante el mercado bursátil.

117 Otros modelos neoclásicos ampliamente citados son los de Ramsey (1926), Swan (1956), Cass (1965) y Koopmans (1965) (Barro, 1996).

118 El estado estacionario es aquel en el que las variables crecen a una tasa constante y el acervo de capital per cápita no varía (Altamirano, 2005).

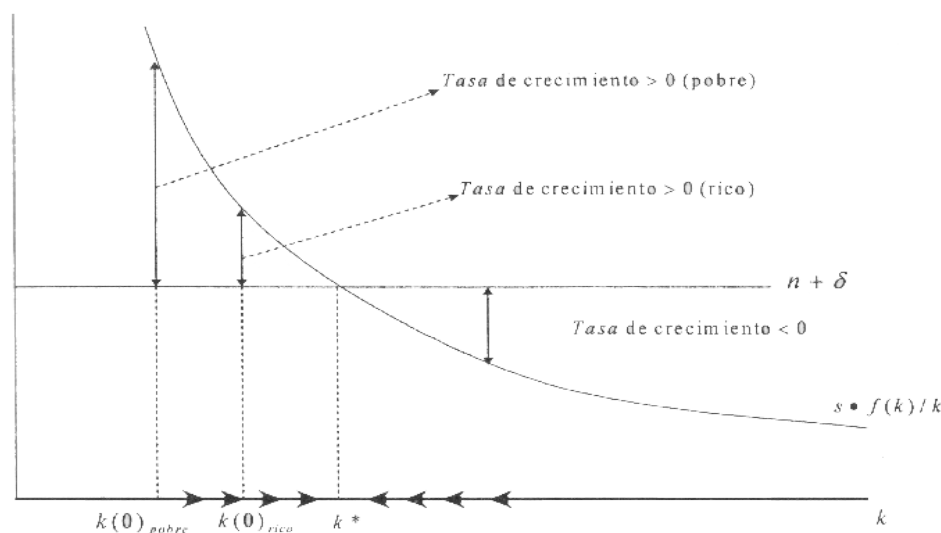
2. El capital rinde más donde es más escaso, por lo que el capital de los países ricos hacia los pobres (el principio marginalista).
3. En la medida en que los conocimientos se divulgan, los países pobres se acercan más rápido que los ricos.

En esta sección se desarrollarán los modelos de convergencia que se han desarrollado de esta propuesta.

3.2.1. Convergencia absoluta

El crecimiento económico depende del uso tanto intensivo como extensivo de los factores de producción. Sin embargo, el modelo de Solow (1956) sólo desarrolla la forma intensiva de la función de producción. Para un análisis de convergencia es necesario utilizar también la forma extensiva, por lo que se toma como base el modelo de optimización del consumo intertemporal de Ramsey (1928), que fue redefinido por Cass (1965) y Koopmas (1965). De tal manera, si todos los países tienen los mismos parámetros (tasa de ahorro, tasa de depreciación, tasa de crecimiento poblacional, crecimiento de la productividad, etc.) en las funciones de producción y utilidad, los países pobres crecerán a una tasa más alta que los países ricos (Altamirano *et al.*, 2005).

Gráfica 8: Convergencia absoluta



Fuente: Altamirano *et al.*, 2005:263.

Se puede decir que en este caso se utiliza el modelo de Solow ampliado en combinación con el modelo de Ramsey, en el cual la tasa de crecimiento per cápita está inversamente relacionada con el nivel inicial del producto per cápita, por lo que las economías pobres con parámetros idénticos tendrán tasas de crecimiento más altas (Barro y Sala-I-Martin, 1992). Al hecho de que las economías pobres crezcan a una tasa per cápita más rápida que las economías ricas se le denomina “convergencia absoluta” (Barro y Sala-I-Martin, 1995).

En la gráfica 8 se observan dos economías, una pobre y otra rica. Lo único que las diferencia es el *stock* inicial de capital per cápita $k(0)_{pobre}$ y $k(0)_{rico}$. Esto implica que la economía pobre tenderá a crecer en términos per cápita a tasas más altas que la economía rica. Con ello convergerán las dos economías. Una característica es que la tasa de convergencia es decreciente, es decir, que entre más cerca esté un país o región del estado estacionario más lentamente crecerá, mientras que los países pobres que están lejos del estado estacionario crecen a tasas más aceleradas.

Una crítica al modelo de convergencia absoluta es que existen pocos elementos estructurales que coincidan en varios países. Los países difieren ampliamente en los aspectos sociales, políticos, culturales e institucionales que los llevan en el largo plazo a tener valores de sus variables en estado estacionario divergente (Altamirano *et al.*, 2005). Baumol (1986) demostró que la tasa de crecimiento per cápita prácticamente no está correlacionada con la posición inicial, y Barro y Sala-I-Martin (1995), incluso, encontraron evidencia de que los países ricos crecen a tasas más altas que los países pobres.

Un estudio realizado por Carrillo (2005) para América Latina en el periodo entre 1960 y 1998 ha demostrado que en este periodo hubo convergencia absoluta en la región. Sin embargo, examinando el estudio con más detalle, se observa que este proceso no siempre fue igual. Entre 1960 y 1980 hubo convergencia absoluta, pero desde 1980 ha habido divergencia absoluta, con una mayor divergencia en el periodo 1990-1998, como lo muestra el cuadro 1.

Cuadro 1: Convergencia absoluta en América Latina entre niveles de PIB nacional real per cápita y tasas de crecimiento promedio anual, 1960-1998.

	N	Constante	Coefficiente β	Valor t	Valor F	Prob. F	R ²
1960-1970	17	2.73	-0.5047	-1.078	1.16	0.29	0.12
1970-1980	17	3.54	-1.4964	-1.486	2.21	0.15	0.14
1980-1990	17	-1.47	0.2211	0.339	0.11	0.73	0.07
1990-1998	17	1.17	0.6796	1.085	1.17	0.29	0.17
1960-1998	17	1.56	-0.2877	-0.796	0.63	0.43	0.14

Fuente: Carrillo (2005).

Cabe destacar que durante el periodo de 1960 a 1998 los países convergieron a una tasa promedio de 0.3%, lo que quiere decir que esa convergencia fue más fuerte que la divergencia de 1980 a 1998 (Altamirano *et al.*, 2005).

Otros estudios que han analizado la relación de Estados Unidos, México y Centroamérica han demostrado una divergencia absoluta entre ellos (Lustig, López y Reyes, 2005). Esto contradice uno de los postulados de la teoría neoclásica, de que los países pobres crecen a tasas más aceleradas que los países ricos. Según Altamirano *et al.* (2005), esta divergencia se debió a la implementación del neoliberalismo en 1982, cuando los países tuvieron que abandonar su modelo de industrialización y,

por lo tanto, su patrón de crecimiento. La no convergencia fue creciente durante el periodo 1982-1990; posteriormente, durante el periodo 1991-2000 la tasa de divergencia se redujo un poco, pero ya en el siglo XXI la divergencia se volvió a acentuar (Altamirano *et al.*, 2005). Incluso, se ha encontrado divergencia si sólo se toma en cuenta la región del Plan Puebla-Panamá (PPP), aunque en éste se proponía incentivar la infraestructura mediante inversión y el fomento del capital humano.

En otro estudio, éste realizado en las 32 entidades federativas de México, se midió el PIB per cápita y se obtuvo convergencia absoluta para el periodo de 1970 a 1997 (Altamirano *et al.*, 2005). Sin embargo, dividiendo el periodo en subperiodos se obtuvo convergencia absoluta entre 1970 y 1982, con el periodo de 1976 a 1982 como el de mayor convergencia, la cual desapareció por completo desde 1988.

3.2.2. Convergencia sigma

La convergencia sigma fue planteada originalmente por Sala-I-Martin (1990) y ganó relevancia con la crítica de Quah (1993). La convergencia sigma afirmaba que la dispersión del ingreso per cápita real entre dos países o regiones tiende a caer con el tiempo, con lo que se reduce la desigualdad entre ellos. Esta forma de convergencia es llamada “sigma” debido a que σ es la desviación estándar del logaritmo del ingreso per cápita real entre países (Quah, 1993; Barro, 1995; Sala-I-Martin, 1996).

La importancia de este adelanto en el estudio de la convergencia es que toma en cuenta las desigualdades entre los países. Una economía pobre puede crecer a tasas más elevadas que una economía rica, pero la desigualdad entre ellas se puede mantener si el crecimiento económico no es distribuido entre todos los habitantes. En este sentido, una economía pobre con altas tasas de crecimiento poblacional y que depende del sector agrícola sólo puede alcanzar a una economía rica si crece a tasas más altas, diversifica su industria –lo que supone que reduce la desigualdad en el ingreso de la población– y reduce su tasa de natalidad hasta equipararla a la del país rico. Existe evidencia empírica de que el desarrollo de la República Popular de China dependió de estos factores: primero, de

un plan nacional de industrialización y diversificación, pero en mayor medida de su política de un hijo –dos hijos en localidades agrícolas de extrema pobreza. Con estas medidas se redujo el número de pobres en 300 millones (Hu Angang *et al.*, 2003).

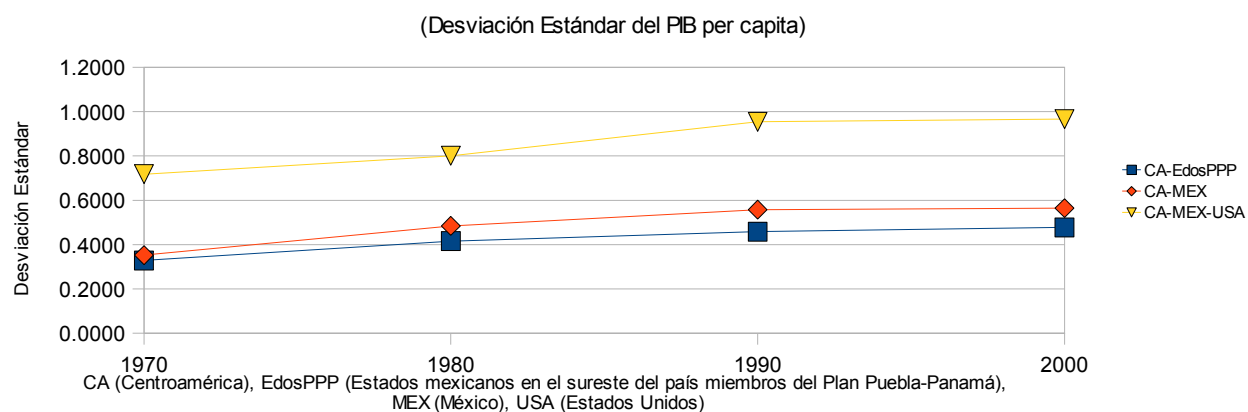
Ahora bien, la única forma para reducir la desigualdad del ingreso per cápita es que el país pobre crezca a tasas mayores y que al mismo tiempo implemente una política para reducir la inequidad en la distribución del ingreso (Altamirano *et al.*, 2005).

El trabajo de Carrillo muestra, al igual que en la convergencia absoluta, una tendencia a la baja en el valor de la desviación estándar de los PIB nacionales reales per cápita entre 1960 y 1978, y una tendencia al alza desde 1982, lo que significa que en el periodo de 1960 a 1978 hubo convergencia sigma y después de 1982 divergencia en los niveles de PIB real per cápita de los países latinoamericanos (Carrillo, 2005).

En un estudio realizado por Altamirano *et al.* (2005) para Estados Unidos, México –sólo estados PPP¹¹⁹ y todos los estados– y Centroamérica se confirma la divergencia en el grado de dispersión del ingreso per cápita entre las regiones y los países. La gráfica 9 muestra las tres curvas del grado de dispersión del ingreso per cápita en logaritmos y también un incremento en la desigualdad de ingreso per cápita entre los países, aunque si bien en los años noventa este fenómeno se comenzó a estancar. Este resultado es sumamente importante, ya que demuestra que, si bien los países latinoamericanos hayan controlado la inflación y conseguido tasas de crecimiento elevadas, esto no fue distribuido de forma equitativa, lo que generó una polarización en la distribución del ingreso.

119 Los estados PPP son los del sudeste mexicano que pertenecen al Plan Puebla-Panamá.

Gráfica 9: Sigma convergencia en el PIB per cápita (1970 – 2000).



Fuente: Altamirano *et al.*, 2005:297.

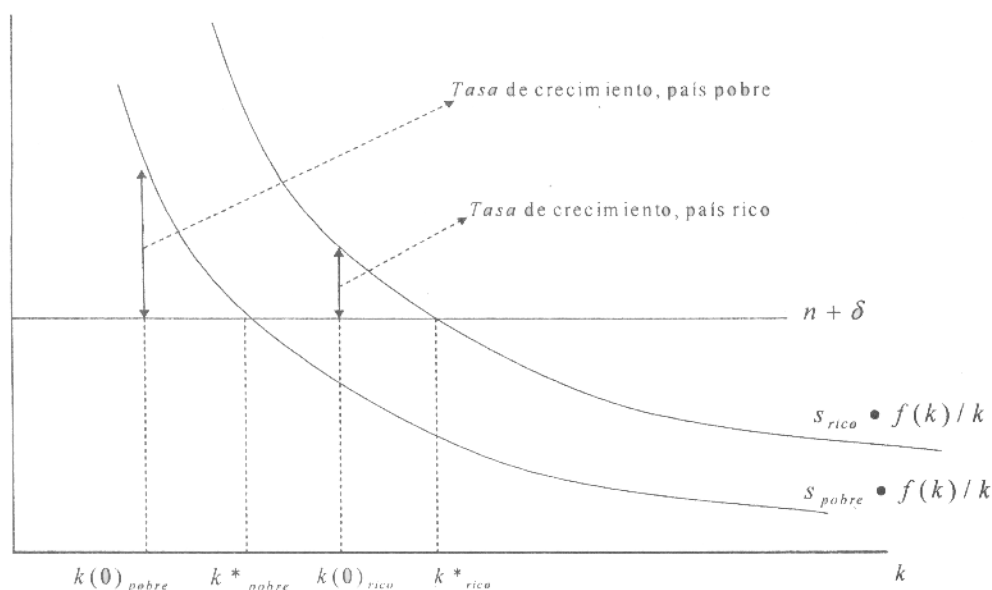
3.2.3. Convergencia condicional

Los pobres resultados obtenidos con la convergencia absoluta dieron origen a principios de los noventa a una literatura crítica del concepto de la homogeneidad de las condiciones estructurales entre países a pesar de la mundialización de los flujos financieros y comerciales. Tanto Barro y Sala-I-Martin (1992) como Mankiw, Romer y Weill (1992) probaron que el crecimiento económico no implicaba que los países pobres y ricos convergieran, y peor aún, que tampoco los países pobres crecieron más rápido que los países ricos, como se muestra en la gráfica 10.

Pero también encontraron que los países de una región tenían cierta homogeneidad en sus propiedades condicionales y que la tasa de crecimiento del producto per cápita de una región tiende a declinar más mientras más cerca esté del estado estacionario de la región. Esto resuelve el problema de la no convergencia a nivel global, ya que cada región tiene su propio estado estacionario. Estas regiones coinciden tanto en variables antropológicas (como la tasa de ahorro de la población) como en variables políticas (como la política industrial que define el valor inicial del capital –por ejemplo, el modelo de sustitución de importaciones– y la tasa de inversión).

Se ha observado empíricamente que los países miembros de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo (OCDE) –es decir, los que cuentan con los mayores niveles de PIB per cápita– tienen las tasas más altas de ahorro¹²⁰ (Altamirano *et al.*, 2005). Los países de América Latina con su modelo de sustitución de importaciones, el Este Asiático con sus evoluciones de industrialización o la África subsahariana con el colonialismo agrícola (Hoering, 2007) han tenido un valor inicial de capital parecido en los países miembros de la región. Y las políticas que se han puesto en marcha a raíz del Consenso de Washington han influido directamente en los países latinoamericanos y asiáticos en sus tasas de inversión.

Gráfica 10: Convergencia condicional



Fuente: Altamirano *et al.*, 2005:268.

Al igual que las demás convergencias, la condicional tiene un único valor estacionario posible, que está determinando por la intersección de las curvas de ahorro y la línea común de las tasas de crecimiento poblacional y de depreciación del capital físico (n y δ). Se observa, entonces, que la diferencia entre el país rico y el pobre en la gráfica 10 se debe a la diferencia del ahorro, responsable de

120 Aunque la OCDE no es una región en el sentido geográfico, en muchos estudios es considerada como una región ya que los países miembros tienen sus políticas económicas y sociales coordinadas, lo que genera que tengan una gran homogeneidad en sus acciones.

la divergencia absoluta entre los dos países y que crea dos estados estacionarios, uno para cada uno de esos países. Sin embargo, cada país, sin importar cuál sea el estado estacionario al que pertenezca, entre más lejos esté de él crecerá a una tasa mayor.

En el estado estacionario de los países y en el origen de sus diferencias se han encontrado las siguientes variables (Altamirano *et al.*, 2005):

1. El nivel de las tasas de inversión.
2. La tasa de crecimiento de la población.
3. Las funciones de producción y la productividad de los factores.
4. Las políticas gubernamentales que incrementan la tasa de inversión o que cambian la función de producción con programas de incentivos a la productividad de los factores.

En el estudio de Altamirano *et al.* (2005) para las 32 entidades de la federación mexicana se obtuvo convergencia condicional para el periodo global (1970-1997), así como para los sexenios 1970-1976, 1976-1982 y 1982-1988, y divergencia para el periodo neoliberal: 1988-1994 y 1994-1997.

3.2.4. Convergencia condicional y las bolsas de valores

La importancia de las bolsas de valores y su volatilidad (o, en términos más generales, la del sector financiero) en la literatura empírica genera resultados contradictorios según la modelación econométrica que se esté utilizando. Por lo tanto, el hecho de no encontrar consenso en la teoría económica se debe en parte a la falta de información empírica que justifique una de las posiciones. Ni siquiera la postura adoptada por Robinson (1951), en la cual existe una causalidad para que el sector financiero reaccione a la economía real, ha podido ser demostrada. Así, Friedman y Schwartz (1963), Jung (1986) y Ireland (1994) muestran empíricamente esta relación, mientras que Demetriades y Hussein (1996) y Greenwood y Smith (1997) encuentran evidencia de causalidad en las dos direcciones y Lucas (1988) rechaza cualquier relación finanzas-crecimiento económico.

Así, los modelos de corte-transversal, como los que proponen los trabajos de Goldsmith (1969), King y Levine (1993a, 1993b) y Levine y Zervos (1998), y más recientemente los estudios de panel,¹²¹ como los de LaPorta *et al.* (1997, 1998, 1999), Levine (1998, 1999), Beck *et al.* (2000), Levine *et al.* (2000), Rousseau *et al.* (2000) y Beck *et al.* (2004), muestran relaciones con coeficientes positivos del desarrollo de los mercados de capitales y la tasa de crecimiento. Por su parte, los resultados de los modelos de series de tiempo generan resultados contradictorios. Wachtel *et al.* (1995) y Rousseau (1998) encuentran evidencia de que las bolsas de valores generan crecimiento, mientras que los resultados obtenidos de Arestis *et al.* (1997), Luintel *et al.* (1999) y Arestis *et al.* (2001) encuentran causalidades bidireccionales.

Todos los modelos econométricos tienen alguna desventaja. La metodología de corte transversal impide encontrar las propiedades de integración y cointegración de los datos y examinar la dirección de la causalidad entre las finanzas y la economía real (Apergis *et al.*, 2007). Las series de tiempo dejan identificar la dirección de causalidad, pero hay que tomar en consideración que la naturaleza de las variables es $I(1)$ y aun así pueden llevar a resultados distintos, según el tamaño de los periodos seleccionados (Pierse y Shell, 1995). Los estudios de panel tratan de controlar todos estos inconvenientes evitando los problemas de variables no especificadas, como las propias de cada país, y corrigiendo simultáneamente variables instrumentales y estimadores de panel dinámicos GMM. Sin embargo, se ignoran las propiedades de integración de los datos. Por lo tanto, no es seguro encontrar una relación causal entre finanzas y crecimiento o si simplemente se trata de una regresión espuria (Apergis *et al.*, 2007).

En caso de afirmar, como lo hace Lucas (1988), sobre la no existencia de relación entre el sector bursátil –e incluso entre el financiero– y la tasa de crecimiento, las fugas de capital no tendrían impacto alguno en las tasas de ahorro per cápita y, por lo tanto, en la inversión. En ese caso, se tendría que afirmar que las fugas de capital y sus respectivos contagios no influyeron en la tasa de crecimiento, por lo que los países siguen acercándose a la misma velocidad al estado estacionario. Esto sonaría muy poco probable, por un lado, porque las tasas de crecimiento sí se vieron afectadas y, por otro, porque las

¹²¹ Los estudios de panel únicamente han sido utilizados para modelar los aspectos legales y regulatorios de las finanzas corporativas y el desarrollo del sistema financiero.

reformas de liberación y desregulación comenzadas en los años ochenta con las políticas del Consenso de Washington no habrían tenido efecto alguno en el desarrollo –tanto positivo como negativo– en los países latinoamericanos.

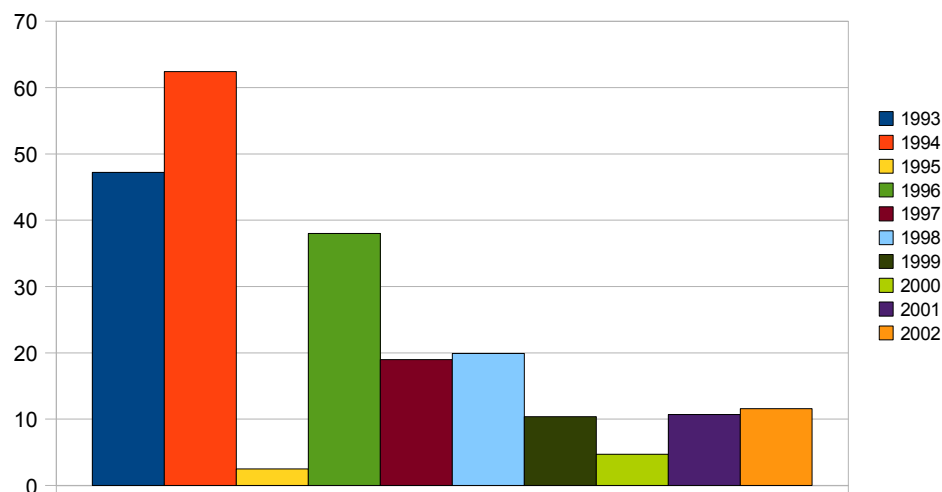
Si se argumenta que el sector financiero sí tiene efecto en el crecimiento, se deben analizar dos factores. Por un lado, la magnitud y la duración de la crisis y el contagio subsiguiente, y por otro, la causalidad entre el sector financiero y el real.

En cuanto a la magnitud y la duración de la crisis, éstas se pueden describir de dos formas:

1. la crisis y el contagio afectan severamente a la economía real y su crecimiento, por lo que el estado estacionario debe corregirse a la baja y los países convergerán en ese estado más bajo;
2. pero si se considera que la magnitud de la crisis y su contagio es menor que la de los periodos de auge, entonces se puede decir que el estado estacionario se mantiene y que los países al entrar en crisis y ver reducida su tasa de crecimiento divergen condicionalmente durante el tiempo de la crisis con el estado estacionario.

Aunque las crisis han tenido gran impacto en el crecimiento, también es cierto que su duración ha sido corta, de unos cuantos meses. Como lo muestra la gráfica 11, en 1996 y en 2002 la inversión en portafolios volvió a incrementarse, por lo que las fugas fueron de poca duración. Después de la crisis brasileña no hubo un incremento inmediato, pero eso se pudo deber a que la crisis de las TICs en el Norte y la crisis argentina ocurrieron casi después del “efecto samba”; sin embargo, para 2001 los flujos ya se habían vuelto a recuperar. Por eso se asume que el estado estacionario se mantiene constante y que las crisis se provocan durante un lapso con una divergencia condicional con el estado estacionario.

Gráfica 11: Entradas de flujos de portafolios en miles de millones de dólares en América Latina (1993-2002)



Fuente: Girón (2005), cuadro 1.

3.2.5. La crítica a los modelos de convergencia

Hasta ahora se ha argumentado que los países pobres no convergen con los países ricos cuando se miden principalmente unas cuantas variables económicas, como las tasas de ahorro, de inversión y de crecimiento poblacional, así como la función de producción. Esta simplificación se debe, en esencia, a que los economistas neoclásicos han utilizado en mayor medida los modelos de convergencia. Pero éstos se basan en unas pocas variables y dejan de lado el contexto histórico. No obstante, las razones para justificar el “atraso económico” son una infinidad de factores. Entre ellos, las variables más difíciles de medir, como el poder de los agentes sobre el Estado (los poderes fácticos), la aplicación de los derechos de propiedad, la cultura del ahorro, los mercados monopólicos, la burocracia, la religión, entre otros, influyen también en el desarrollo económico.

Ha habido una gran cantidad de estudios que han buscado encontrar las variables que determinan el crecimiento y desarrollo económico. Entre ellos se puede destacar *La ética protestante y el espíritu del capitalismo*, obra de Max Weber (1903),¹²² en la cual se argumenta que la religión es una

¹²² El trabajo de Weber es parecido al tratado de Sombart sobre el mismo fenómeno, que sin embargo atribuía el auge del capitalismo al judaísmo.

variable fundamental para el crecimiento económico. Para algunos neoinstitucionalistas esta obra es considerada la base de explicación única del porqué de los distintos desarrollos (Leipold, 2002 y 2006). Sin embargo, existe evidencia empírica de la existencia de más de 50 variables estadísticamente significativas que se correlacionan con el crecimiento y la convergencia. De igual forma, los estudios realizados por Robert Barro (1996; 1998; 2003) resaltan la gran cantidad de variables que influyen en la velocidad del crecimiento económico. Barro hace una gran cantidad de estudios desde 1880 para Estados Unidos y desde 1960 para más de 180 países, en los que describe como variables de mucha influencia las políticas gubernamentales, la aplicación del estado de derecho, las mejoras en los términos de intercambio, los consumos gubernamentales pequeños, la baja inflación, las bajas tasas de fertilidad, el incremento en el nivel educativo y la inversión en ciencia y tecnología. También demostró que si bien la libertad política y la democratización tienen efectos positivos en un principio –por ejemplo, en el cambio de una dictadura a una democracia–, posteriormente tienen rendimientos decrecientes e incluso pueden provocar reducción en las tasas de crecimiento (Barro, 1996). Otros estudios destacan variables como la salud (Sachs y Warner, 1997), la formación de capital humano y la educación (Benhabib y Spiegel, 1992; Barro y Lee, 1994), los problemas de desigualdad y distribución de ingreso (Alesina y Perroti, 1993), las políticas antiinflacionarias (De Gregorio, 1993) y el sector financiero (Atje y Jovanovic, 1993; King y Levine 1993; Boyd y Smith 1996; Korajczyk, 1996; Ross, 1996 y 1997; Filer, Hanousek, y Campos, 1999; Benhabib y Spiegel, 2000, entre otros). Otros economistas, como La Porta (1997), López de Silanes (1998) y Shleifer y Vishny (1999), argumentan en sus estudios que los factores institucionales, en específico los derechos de propiedad, son el principal obstáculo para el crecimiento económico.

Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina

La globalización supone un crecimiento económico sostenido.
De lo contrario, el proceso pierde el beneficio económico
y el apoyo político.

Paul A. Samuelson

La crisis que se desencadenó en la región a principios de la década de 1980 dio comienzo a un complejo periodo de desequilibrios y ajustes que, en la mayoría de los casos, llevó a los países de América Latina a emprender reformas estructurales con el objetivo de configurar economías más estables y más integradas a la economía-mundo. Se promovieron reformas estructurales bajo un esquema teórico conocido como el Consenso de Washington. En el primer subcapítulo se hace un recuento del desempeño económico de las cuatro economías que comprende el estudio durante el proceso de implementación de tales reformas. En el segundo subcapítulo se describe cómo desde la década de los ochenta del siglo pasado hubo un crecimiento inusitado en los mercados financieros a escala global, principalmente en los mercados de valores.

4.1. América Latina antes del efecto contagio bursátil latinoamericano (1980-1994)

La crisis que se desencadenó en la región a principios de la década de 1980 dio comienzo a un complejo periodo de desequilibrios y ajustes que, en la mayoría de los casos, llevó a los países de América Latina a emprender reformas estructurales para configurar economías más estables y más integradas a la economía-mundo. A partir de 1982, los países latinoamericanos enfrentaron la crisis económica más profunda y prolongada de los últimos 50 años. Como resultado de la crisis de la deuda que comenzó en 1982 y de las reformas estructurales que le siguieron, la región pasaría por un proceso de mutaciones estructurales de gran profundidad (Cepal, 1996). En este subcapítulo se hace una evaluación del desempeño de las principales economías –Argentina, Brasil, Chile y México–, así como de toda la región durante la década y media del estudio.

Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina

Cuadro 2: *Variación promedio del tipo de cambio real. (promedio 1978-1980 = 100)*

	1978-1981	1982-1984	1985-1990	1991-1994
Argentina	92.5	144.8	129.4	48.8
Brasil	97.2	107.6	91.9	52.3
Chile	91.6	91.3	115.4	83.4
México	91.8	94.7	85.4	50.3

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI, varios números.

Desde la segunda mitad de los años setenta y hasta 1981, la región se benefició de una burbuja crediticia que provino de la banca privada internacional –en especial la estadounidense–, lo que dio como resultado que se fomentaran políticas económicas expansivas (Cepal, 1996) que llevaron a que la mayoría de los países crecieran a tasas mayores al 4% (véase el cuadro 3). El aumento de la tasa de interés real de -0.75% entre 1974 y 1975 a 1.76% en 1980 y a 8.57% en 1981 (véase el cuadro 4), debido a la famosa política estadounidense llamada *Reaganomics* (Ugarteche, 2007), y la súbita caída de los precios de las materias primas –en especial el petróleo– provocaron que en agosto de 1982 México anunciara una moratoria de pagos.

Cuadro 3: *Tasa de crecimiento de América Latina (1978-1994)*

	1978-1981	1982-1984	1985-1990	1991-1994
Argentina	0.1	0.8	-0.9	7.6
Brasil	4.1	1	2.8	2.3
Chile	7.2	-3.4	5.6	6.8
México	9.2	-0.5	1.6	2.6
América Latina	4.2	0	2	3.6

Fuente: América Latina y el Caribe. Quince años después, Cepal, 1996.

Las naciones deudoras con una base de exportación primaria entraron en cese de pagos casi simultáneamente tras la moratoria mexicana de 1982. El repentino salto en las tasas de interés, los precios de las materias primas que cayeron en picada y las transferencias netas de recursos pasaron a ser claramente negativos. Desde ese momento los deudores refinanciaron el capital impago y el interés vencido del año anterior y los hicieron reembolsables en los diez años siguientes. Esto aumentó la relación del servicio de la deuda en relación a las exportaciones y en el presupuesto nacional, con un

efecto escalera (Ugarteche, 2007) durante la década de 1980. El FMI y el G7 estuvieron más preocupados por la estabilidad del sistema bancario estadounidense que por la estabilidad de las economías en desarrollo. En especial, el FMI sirvió como instrumento de política exterior del Tesoro de los Estados Unidos, más que como estabilizador de la economía mundial. Culpó únicamente a los países del Sur, a quienes impuso distintas reformas estructurales, pero no tocó a los banqueros irresponsables del Norte, en especial, los estadounidenses.

Cuadro 4: Inflación en Estados Unidos, tasa preferencial y tasas de interés reales, 1972-1976 y 1980-1983

	Tasa preferencial	Inflación	Tasa de interés real
1972	5.25	3.2	2.05
1973	8.03	6.2	1.83
1974	10.81	11	-0.19
1975	7.86	9.1	-1.24
1976	6.84	5.8	1.04
1980	15.26	13.5	1.76
1981	18.87	10.3	8.57
1982	14.85	6.2	8.65
1983	10.79	3.2	7.59

Fuente: <http://www.federalreserve.gov/releases/H15/data.htm>, tasa preferencial en Estados Unidos y <http://minneapolisfed.org/Research/data/us/calc/hist1913.cfm>, tasa de Estados Unidos citado en Ugarteche (2007:285 y 288).

De esta manera, la década y media que comprende el análisis se puede dividir en dos periodos: el primero abarca de 1982 a 1990, caracterizado por un promedio de transferencias netas de recursos negativas de 3.2% del PIB, y el segundo va de 1991 a 1994, el cual se define por la recuperación de las transferencias promedio de 1.5% del PIB¹²³ (Cepal, 1996). Durante el periodo 1982-1990 la cuenta corriente (véase el cuadro 2 y 6) adquirió prioridad debido a la restricción de créditos internacionales. Los países estaban obligados a lograr un superávit comercial significativo para hacerle frente al déficit de la cuenta de servicios financieros debido a las grandes sumas de pagos de interés. En el segundo periodo, una vez reducida la brecha externa, se modificó la política por el financiamiento de la balanza de pagos, lo cual hacía necesario captar capitales que permitieran financiar un déficit creciente en cuenta corriente. Esto provocó que el tipo de cambio (véase el cuadro 13) –que durante el primer

¹²³ Esto se debió principalmente al Plan Brady, que permitió a los países latinoamericanos manejar la deuda externa generó la recuperación de la confianza de los inversionistas internacionales.

Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina

periodo exigía tipos de cambio real elevados y superiores a los de largo plazo— dejara de tener relevancia en la política económica y quedara determinado por la cuantía de las corrientes de capital (Cepal, 1996).

Cuadro 5: Tasa de inflación anual (1978-1994)

País	1978-1981	1982-1984	1985-1990	1991-1994
Argentina	132.1	443.5	1216.2	28.2
Brasil	76.8	162.5	855.6	1260.8
Chile	26.1	36.6	17.6	17.8
México	23.7	79.6	71.7	11.5

Fuente: América Latina y el Caribe. Quince años después, Cepal, 1996.

La crisis de los ochenta se caracterizó por el deterioro de los indicadores económicos, financieros y sociales. No sólo se produjo una baja de la producción o una drástica reducción de su ritmo de crecimiento; también empeoró la situación ocupacional y disminuyeron las remuneraciones reales, así como se acentuaron y generalizaron los procesos inflacionarios (véase el cuadro 5), y se agravaron los problemas del sector externo. Al deterioro macroeconómico se sumaron severas crisis en el sistema financiero latinoamericano, que a su vez provocaron incrementos a la tasa de interés y devaluaciones continuas a las monedas (Cepal, 1996).

Cuadro 6: Saldos del balance de pagos comercial en cuenta corriente y en cuenta de capitales (porcentajes del PIB)

País	1978-1989			1990-1991			1992-1994		
	Comercial	Corriente	Capital	Comercial	Corriente	Capital	Comercial	Corriente	Capital
Argentina	3.2	-2.2	1.7	3.5	1.2	0.6	-2	-3.2	4.3
Brasil	3.5	-0.4	0.7	1.8	-0.6	0.8	1.8	0.3	1.9
Chile	3.6	-5.6	6.1	4	-1.7	7.4	0.4	-3.5	8.3
México	4.5	0.3	-0.3	-2.2	-4.5	6.4	-5.1	-7.4	6.4
A.L.	3.2	-1.1	1.1	1.4	-1.1	2.6	-1.4	-3.2	4.1

Fuente: América Latina y el Caribe. Quince años después, Cepal, 1996.

En lo que se refiere a la inversión, hubo una disminución progresiva hasta llegar a su mínimo en 1987, y a partir de este año se comenzó a recuperar hasta llegar a 22% del PIB en 1994. Sin embargo, sólo Chile, Costa Rica y El Salvador registraron coeficientes de inversión similares a los del periodo 1978-1981 (Cepal, 1996). Las reformas estructurales propiciaron que desde 1991 se incrementara la

afluencia de capital, con lo que se buscó financiar la reactivación de la economía. Aunque se redujo considerablemente la inflación y desde 1992 hubo una mejora en las variables económicas y financieras –reducción en el servicio de la deuda, reducción de la tasa de interés externa, mejora en la relación de los precios de intercambio, etc.–, se planteó el desafío de prevenir cualquier crisis futura. Se impulsaron reformas financieras para incrementar los flujos de capital extranjero, poniendo fin a las restricciones externas y generando fondos. Los excedentes de fondos que fluían a América Latina apreciaron el tipo de cambio, redujeron o eliminaron los superávits comerciales y acentuaron el déficit en cuenta corriente. Por último, la crisis y posteriormente las reformas provocaron que el sector público registrara superávit o bien un déficit reducido¹²⁴ (véase el cuadro 7) que se consideraba manejable. Se planteó que los gobiernos habían recuperado la capacidad de manejar la economía y generar crecimiento, con una mayor estabilidad y una moderación de las restricciones externas.¹²⁵

Cuadro 7: Balance del sector público a precios corrientes (Porcentaje del PIB)

País	1978-82	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Argentina	-5.5	-10.5	-8.3	-4.3	-3.3	-5.3	-8.2	-3.7	-3.8	-1.6	-0.1	-0.1	-0.4
Brasil	-1.6	-4.1	-3.4	-4.2	-3.6	-5.7	-4.8	-6.9	1.2	-0.2	-2.8	-1.3	1.2
Chile	2.8	-2.6	-2.9	-3.8	-0.8	1.9	1.7	2.8	3.5	2.4	2.8	2	2
México	-7.0	-8.6	-7.7	-8.2	-13.2	-14.3	-9.7	-5.1	-2.8	-3.5	4.8	0.8	-0.4

Fuente: América Latina y el Caribe. Quince años después, Cepal, 1996; el signo (-) significa déficit.

Comparando la década de los ochenta y la primera mitad de los noventa, se observa un patrón en las variables macroeconómicas y financieras: una moderada expansión del nivel de actividad, una menor tendencia al déficit público, un crecimiento muy moderado de la oferta monetaria, un incremento de la inversión extranjera (véase el cuadro 8), una revaluación del tipo de cambio y una baja del desempleo (Cepal, 1996). Esto originó que los países con un solo dígito de inflación incrementaran ésta desde dos hasta seis dígitos (1985-1990).¹²⁶ Con excepción del caso de Argentina, donde las privatizaciones fueron muy relevantes durante este periodo, para los países latinoamericanos las dos principales entradas de inversión fueron la IED y la conversión de la deuda (véase el cuadro 8).

124 Sólo Brasil, Costa Rica, Uruguay y Venezuela sufrieron un deterioro; los demás países tuvieron un superávit o un déficit decreciente.

125 Es interesante leer los argumentos tan contundentes que presentaban tanto las autoridades financieras latinoamericanas como las del FMI a principios de los años noventa, si se comparan con las declaraciones que dieron unos pocos años después, en especial durante el debate entre zedillistas y salinistas, cuando la economía se mantenía sobre alfileres.

126 Brasil fue el único país que seguía teniendo una inflación elevada, pero en 1994 adoptó un programa de estabilización.

Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina

Cuadro 8: *Inversión Extranjera Directa por instrumentos (1985-1993)*

(En millones de dólares)

País/instrumentos	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993
Argentina	919	575.5	-19	1147	1028	1836	2439	4179	6239
IED	919	355	---	807	674	273	465	518	628
Conv. de deuda	---	220	---	340	159	32	---	---	---
Privatizaciones	---	---	---	---	---	1531	1974	3661	5611
Brasil	1348	320	1225	2969	1267	901	972	1454	802
IED	767	114	885	882	321	618	850	1359	752
Conv. de deuda	581	206	343	2087	946	283	68	95	50
Privatizaciones	---	---	---	---	---	---	54	---	---
Chile	144	383	1115	1412	1816	1410	862	757	841
IED	114	184	414	387	380	998	899	788	891
Conv. de deuda	30	199	701	886	1321	412	-37	-32	-50
Privatizaciones	---	---	---	139	115	---	---	---	---
México	491	1523	3246	2594	3037	2632	4762	4393	4901
IED	491	1160	1796	1671	2648	2432	3956	4302	4901
Conv. de deuda	---	363	1450	868	389	85	19	---	---
Privatizaciones	---	---	---	55	---	115	787	91	---

Fuente: Agosin, *Inversión Extranjera Directa en América Latina. Su contribución al desarrollo* (1996); Cepal, *América Latina y el Caribe. Quince años después* (1996).

La IED y la inversión en portafolio aumentaron de forma directa a la emisión de bonos y acciones e indirecta mediante ARDs y GDRs¹²⁷, tanto para el financiamiento público como privado (véase el cuadro 9). Los flujos netos representaban en promedio un 5% del PIB para el periodo 1992-1994. Fueron once los países que obtenían más de un 5% de su PIB en entradas de capital, aunque la gran tajada se la llevaron los cuatro grandes Argentina, Brasil, Chile y México, además de Perú.¹²⁸

127 Los ADR son certificados negociables que se cotizan en uno o más mercados accionarios, diferentes del mercado de origen de la emisión y constituyen la propiedad de un número determinado de acciones. Fueron creados por Morgan Bank en 1927 con el fin de incentivar la colocación de títulos extranjeros en Estados Unidos. Cuando una negociación se va a realizar en dicho país se constituyen American Depositary Receipts (ADR's), y cuando se pretende su transacción fuera de los Estados Unidos, se establecen Programas de Global Depositary Receipts (GDR's). Siendo el mercado norteamericano el más grande y líquido del mundo, la mayoría de los emisores extranjeros utilizan los ADR's para llegar a los inversionistas del mercado de capitales estadounidenses.

128 Si bien entre 1982 y 1990 los países de América Latina debieron hacer frente a una transferencia neta de recursos financieros acumulados de 218 mil millones de dólares, entre 1991 y 1994 recibieron una transferencia neta que ascendió a 79 mil millones, gracias a una entrada neta de capitales de 207 mil millones. Especialmente espectacular fue el caso de México, que pasó de un flujo neto de capitales de nueve mil millones durante el primer periodo a un ingreso neto de 90 mil millones en el segundo (CEPAL, 1996).

Capítulo 4. Rasgos económicos y financieros de América Latina

Cuadro 9: Afluencia neta de capitales (promedio anual)

País	Afluencia neta total (en millones de dólares)				Porcentaje del PIB			
	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994	1977-1981	1983-1990	1990-1991	1992-1994
Argentina	1900	1400	1100	10600	2	2.1	0.6	5.1
Brasil	9300	2400	3300	8900	4.1	0.8	0.8	2
Chile	2600	1500	2300	3600	12.7	7	7.3	9.1
México	8200	800	16300	25800	5.1	0.2	6.3	8.7
A.L.	29400	9600	27800	60700	4.5	1.3	2.6	5

Fuente: América Latina y el Caribe: Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial, Cepal, 1995.

Aunque hubo entradas en cantidades inimaginables, la tasa de crecimiento aún era modesta en el mejor de los casos. Esto se debió principalmente a que los recursos financieros disponibles no se canalizaron a la inversión real, pero también porque provocaban una revaluación del tipo de cambio haciendo menos atractivas las exportaciones del subcontinente. El caso más radical de revaluación lo sufrió Brasil en 1994, cuando la moneda ganó 21%.

Cuadro 10: Formación bruta de capital fijo (1978-1994)

País	Formación bruta de capital fijo en dólares de 1980 (1980=100)				Formación bruta de capital fijo como porcentaje del PIB			
	1978-1981	1982-1984	1985-1989	1990-1994	1978-1981	1982-1984	1985-1989	1990-1994
Argentina	97	73	67	82	24	18.1	16.2	19
Brasil	99	80	94	84	22.5	17.5	17	15.5
Chile	111	82	130	229	17.4	14	17.8	22.3
México	109	92	86	119	23.9	18.6	17.2	20.8

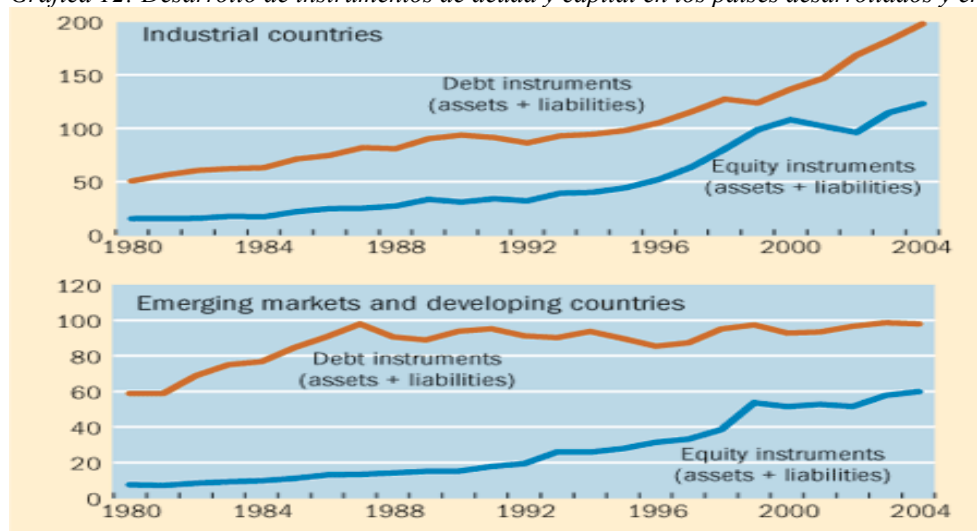
Fuente: América Latina y el Caribe. Quince años después, Cepal, 1996.

En 1992 el déficit comercial reapareció, cuando el incremento de las importaciones duplicó al de las exportaciones. Para la mayoría de los países la afluencia de capitales tuvo efectos no deseados con relación al tipo de cambio y la oferta monetaria, acentuando la vulnerabilidad de la economía ante cambios externos. Los intentos por neutralizar el efecto de la absorción de divisas en el ámbito monetario obligaron a incrementar las tasas de interés, que hacían imposible la inversión en el sector productivo (véase el cuadro 10). Todo ello inhibió la capacidad competitiva de la exportación, así como a los sectores que competían con productos de importación.

4.2. Bolsas de valores y los efectos de las entradas y salidas de los flujos de capital.

Desde la década de los ochenta del siglo pasado ha habido un crecimiento inusitado en los mercados financieros a escala global, principalmente en los mercados de valores. A principios de los noventa los países latinoamericanos legislaron un gran número de iniciativas de liberalización y privatización de empresas paraestatales. En especial, la reforma financiera fue acompañada por las modificaciones en el perfil y la organización de la producción, desde la privatización de los bancos hasta la actividad económica en general. Por otro lado, la renegociación de la deuda externa de los países latinoamericanos en el marco del Plan Brady (Ugarteche, 2007) y de los tratados de libre comercio firmados por los países de la región, no sólo provocó que estos países pudieran volver a obtener créditos en el mercado internacional de capitales, sino que también se vieron frente a una gran entrada de flujos de capital bursátil, como se puede notar en la gráfica 12. Se observa que, en especial, los países en vías de desarrollo tienen un incremento sustancial en los mercados de capitales.

Gráfica 12: Desarrollo de instrumentos de deuda y capital en los países desarrollados y en vías de desarrollo



Fuente: Lane y Milesi-Ferreti (2006).

Entre 1990 y 1997 los flujos de inversión de portafolio crecieron casi 25 veces, mientras que los flujos de IED lo hicieron únicamente 12 veces (Márqués et al., 2003). Los países del Sur tuvieron dos periodos: el primero abarca de 1991 a 1994, y en él la inversión de portafolio superaba a la IED, y el segundo abarcó de 1995 a 2000, cuando la inversión de portafolio era menor a la IED. De 1990 a 1994

los flujos de portafolio de todos los países en vías de desarrollo representaban el 41% y la IED sólo un 37%. En América Latina los flujos de portafolio ascendieron a 66% y la IED a 30%; algo muy distinto ocurrió en el caso asiático, donde la IED superaba el 45% y los flujos de portafolio sólo representaban el 24% (FMI, 1995). La inversión de portafolio se ha caracterizado principalmente en invertir en instrumentos de deuda –principalmente gubernamentales– y en el mercado accionario, pero no para financiar OPI sino para especular en el mercado secundario (Ortiz *et al.*, 2007c).

La capitalización de las bolsas de valores del Sur incrementó del 4.23% en 1984 a 8.53% en 1999 de la capitalización total de los mercados accionarios mundiales. Es decir, que la capitalización de los mercados bursátiles del Sur casi se duplicaron. También el valor negociado en las bolsas de valores de los países emergentes incrementó 83 veces entre 1984 y 1999. por su lado el porcentaje del valor negociado en estas bolsas creció de 2.71% en 1984 a 9.24% en 1999, sobresaliente el periodo 1989-1994 (Ortiz *et al.*, 2007c). Problemático resultan dos características: por un lado las OPIs no incrementaron como se verá a continuación. Incluso en México las empresas cotizadas en la bolsa mexicana de valores en 2002 sólo representaba el 64% - 166 empresas – del total de 1980 -259 empresas-. Es decir, la inversión en portafolio se concentró principalmente en el mercado secundario, y los recursos en dicho mercado no sirven como financiamiento fresco para las empresas. Por otro lado, la inversión en portafolio es extremadamente volátil. Así aunque las bolsas del Sur crecieron espectacularmente, este crecimiento fue muy volátil. Así hubo retrocesos de -23.18% en 1990, -31.74% en 1991, -37.46% en 1995 y -27.83% en 1998 (Ortiz *et al.*, 2007c).

Esta volatilidad ha generado enormes desequilibrio macroeconómicos en los países, además que ha generado varios contagios financieros. La causalidad de la volatilidad ha sido hacia los dos lados: por un lado hubo crisis y contagios como México (1994) y Argentina (2001) dónde fueron otras variables de índole real y financieras que incrementaron la volatilidad de los flujos de portafolio, por otro lado en la crisis brasileña hubo una causalidad de fuga de capitales golondrinos que provocó la crisis.

En el cuadro 11 se puede observar la entrada de flujos de capitales privados entre 1990 y 2002. En todos los países hubo un incremento sustancial en porcentaje, pero ha habido grandes diferencias en valores totales. Existe el grupo predilecto comprendido por Argentina, Brasil, Chile y México como los principales receptores. Colombia se considera un caso especial, ya que aunque también recibe un “pedazo significativo del pastel”, se encuentra en un estado excepcional de “guerra civil” por lo que tiene grandes fluctuaciones. Venezuela que recibe una cantidad significativa durante 1997 y 1998 sufre también de una alta volatilidad en los flujos debido a la confrontación entre las clases políticas internas y posteriormente al enfrentamiento del Estado venezolano con EEUU. Los demás países como Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Perú solo juegan un rol secundario tanto en su tamaño de su país así como en los flujos que recibe.

Cuadro 3.1
Flujos netos de capital privado 1990-2002
Países seleccionados de América Latina

Cuadro 11: Flujos netos de capital financiero en América Latina durante 1990-2002 (millones de dólares)

País	1990	1991	1994	1995	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Argentina	-215.5	2476.8	13235.4	11173.2	19314	18779.5	21176.6	11701.1	-4614.2	681
Bolivia	3.4	24.5	135.9	433.7	941	1057.5	1010.5	932.2	681.9	601.1
Brasil	665.7	3381.8	15022.9	18550.2	40687.2	51419.8	20022.6	38284.4	23157.3	9860.9
Chile	2215.7	1494.4	5471.3	4970	10729.5	9912.8	12124.2	4368.7	5719.9	2780.7
Colombia	344.8	187.2	4208.2	3390.1	10034.3	3044.2	3996.6	3114.9	3778.1	946.9
Costa Rica	22.3	146.4	236.7	323.8	446.5	854.2	898.6	609.1	629.6	602.4
Ecuador	183.7	81.9	552.7	535.5	1497.6	628	636.3	472.5	1491.6	2102.7
Mexico	9600.5	14056.7	20352.6	15204.4	21144	23608.8	31286.1	10052.2	28198.2	10261
Peru	58.8	-71.8	4214.8	2772.2	3031.3	2245	1873.1	1382.3	1480.8	3131.1
Venezuela, RB	-125.6	2068.2	677	540.4	9010.8	7850.4	3737	3463.1	2862.7	-1638.6

Fuente: World Bank (2004) World Development Indicators, CD ROM.

Sin embargo, el capital era en su mayor parte especulativo de inversionistas –nacionales e internacionales– de portafolios (Cabello, 1999), por lo que recibió el sobrenombre de “capital golondrino”. Se creía que parte de ese dinero se iba a convertir en inversión (Loayza *et al.*, 2004), lo que fomentaría el crecimiento, mientras que la otra parte le iba a dar liquidez al mercado accionario, una característica muy relevante para los accionistas para determinar la prima de rendimiento que iban a exigir.¹²⁹ Aunque los gobiernos liberalizaron los mercados financieros para dejar entrar grandes cantidades de capital bursátil, estas liberalizaciones no contaron con una política integral de fomento a la industrialización. Es así como el número de empresas en las bolsas latinoamericanas no aumentó. En

¹²⁹ Los accionistas exigen primas por distintos riesgos, como el riesgo país, el riesgo sector, el riesgo empresa, etc. Una de esas primas es la de liquidez, que mide la facilidad con la que se puede vender el título. Una empresa que no cotice en la bolsa y que tenga un volumen de transacción muy bajo dificulta la venta del título, por lo que es más riesgosa y por consiguiente se le exige un rendimiento mayor.

el cuadro 12 se observa que únicamente Chile había incrementado el número de empresas en la bolsa de valores. En los otros tres países hubo una reducción significativa en el número de empresas que cotizaban, y de ellos sobresale Argentina, donde más de la mitad de las empresas dejó de cotizar.

Cuadro 12: Número de empresas en las bolsas latinoamericanas

Año	Argentina	Brasil	Chile	México	Total
1990	184	588	221	199	1192
1996	156	553	288	193	1190
2000	132	466	264	179	1041
2003	82	379	247	164	872
Diferencia	-102 (-55%)	-209 (-36%)	26 (+12%)	-35 (-18%)	-320 (-27%)

Fuente: Ortiz, 2007.

En el cuadro 12 se observa que las grandes sumas de capital que entraron a los países no fomentaron las ofertas públicas iniciales para financiar nuevos proyectos. En diversos trabajos (Babatz, 1997; Apreda, 2000; Castañeda, 2000; Husted y Serrano, 2001; Marcillo y Coutinho, 2001; Lefort y Walker, 2000 y 2001; Pereira, Carvalhal y Mourthé, 2002; Wigodski y Zúñiga, 2003; Lefort, 2004; Brugger, 2007; Ortiz, 2007) se encuentra evidencia de que las empresas siguen teniendo una gran concentración de propiedad y que el accionista principal domina el 51% de los votos en Brasil, el 52% en México, el 55% en Chile y el 61% en Argentina. Los tres principales accionistas dominan el 65% de los votos en Brasil, el 73% en México, el 74% en Chile y el 82% en Argentina (Lefort, 2004). Además, existe una gran desproporcionalidad de acciones sin derecho a voto con relación a las acciones con derecho (Brugger, 2007). Por otra parte, sigue habiendo una gran cantidad de empresas pirámides en las que la empresa a la cabeza se adueña de los flujos de caja. En Chile estas empresas representan el 68%, en México el 72%, en Brasil el 89% y en Argentina el 93% (Lefort, 2004).

Sólo una pequeña parte de los flujos de capital han sido invertidos en nuevos activos. Una gran parte se gastó en adquirir empresas estatales (Ugrateche, 2007). En el periodo 1995-1999 el 50% de la inversión extranjera fue centrada en fusiones y adquisiciones¹³⁰ (Calderón *et al.*, 2002), la otra gran parte se invirtió en el mercado secundario de las bolsas latinoamericanas (Girón, 2005). Es así que los flujos han estado principalmente en el mercado secundario (Ortiz *et al.*, 2007c). Los flujos de portafolios no generaron que se incrementara el número de empresas para invertir, prácticamente, las únicas ofertas públicas iniciales (OPI) han sido de índole gubernamental, con lo que se modificó aún más el patrón de la deuda pública (*ibidem*, 2005) y se cambiaron los créditos de desarrollo de largo plazo que se utilizaban hasta los años setenta a deuda de corto plazo en los noventa.

Es así como el principal destino de la inversión en portafolios eran los rendimientos sobreproporcionales que ofrecían las bolsas latinoamericanas y no el apoyo de proyectos de inversión reales de las empresas (Cabello, 1999). De esta manera, entre los 10 mejores mercados bursátiles según su desempeño en dólares en 1991 estaban seis bolsas latinoamericanas: Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Mexico y Venezuela (cuadro 13).

Cuadro 13: Los 10 mejores mercados bursátiles según su desempeño en dólares en 1991 (en porcentajes)

Argentina	392%	Mercado emergente
Colombia	174%	Mercado emergente
Pakistán	160%	Mercado emergente
Brasil	152%	Mercado emergente
México	100%	Mercado emergente
Chile	90%	Mercado emergente
Filipinas	57%	Mercado emergente
Hong Kong	43%	Mercado desarrollado
Venezuela	34%	Mercado emergente
Australia	29%	Mercado desarrollado

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook, 1992, citado en Cabello, 1999:264.

130 Mientras que en la literatura teórica se considera positivo que la IED compre empresas nacionales y paraestatales, porque con ello genera crecimiento económico por la inversión agregada, así como por la transferencia de tecnologías que van a ser utilizadas por otras empresas (*technological spillovers*), la literatura empírica ve estos impactos con más escepticismo. Por un lado, en los estudios empresariales –Aitken y Harrison (1999) y Kokko, Tansini and Zejan (1996)– se argumentan que no se ha encontrado un incremento significativo de productividad en esas empresas por haber sido adquiridas, y por otro, los estudios macroeconómicos –Borensztein, en Gregorio y Lee (1998), Carkovic y Levine (2000) y World Bank (2001)– aducen que un incremento de la tasa de crecimiento sólo es posible si se aumenta la productividad o inversión física.

La mayor cantidad de recursos se concentró en unas pocas empresas que cotizaban en el mercado bursátil, generando así una burbuja especulativa. Sin embargo, no fue lo único que se generó. Surgieron fuertes vínculos del sector financiero con los grupos empresariales favorecidos por estar cotizando en las bolsas. Esto mermó los recursos que necesitaban las medianas empresas para crecer (Cabello, 1999). La alta concentración de estos capitales permitió a las empresas beneficiadas emitir obligaciones y acciones sin derecho a voto para financiarse, lo que les dio ventajas competitivas que fueron aprovechadas para adquirir empresas menores y fomentar su poder oligopólico o monopolístico en los mercados.

Los gobiernos latinoamericanos querían integrarse al comercio mundial sin intervenir en sus ramos industriales. Creían en la posibilidad de aprovechar ciertas ventajas competitivas nacionales, como *a)* dotación y bajo precio de recursos naturales generadores de rentas internacionales del suelo (costo marginal de la tierra), *b)* menores costos relativos del trabajo (costo marginal del trabajo), *c)* mayores tasas de rentabilidad para favorecer la atracción de capital (productividad marginal del capital) y *d)* altos niveles de acumulación, centralización y organización del capital, es decir, de grupos empresariales y financieros altamente concentrados (Dabat, 1994). Este último punto se fomentó porque se creía que los monopolios y oligopolios estarían en mejores condiciones para invertir en adquisición de tecnologías de punta y poder así competir en el ámbito internacional.¹³¹

Asimismo, creían ciegamente que la entrada de capitales originaría una renovación del capital del sector industrial, que la mano de obra barata y las casi nulas regulaciones medioambientales y laborales iban a atraer inversión extranjera directa que con el tiempo se convertiría de calidad (Düssel 2008) y que esta inversión crearía empleos que, aunque fuesen mal remunerados, comenzarían a generar un ahorro interno y elevarían la calidad de vida de la población, la cual comenzaría a incrementar su consumo y con ello generaría un incremento de la demanda efectiva. Se observa que la idea principal de Bauer del desarrollo está reflejada a la perfección. Los países de la Periferia iban a converger, gracias a la liberalización de los mercados financieros, con los países del Centro. Las

¹³¹ Este último punto, aunque muy criticable por las nociones negativas de los monopolios, ha tenido algunos resultados positivos, como en los casos de Telmex y Petrobas, empresas que gracias a su posición monopolística han podido modernizarse y competir globalmente. Por otra parte, Petrobas tiene uno de los índices más altos de responsabilidad social corporativa (SCR, por sus siglas en inglés) en Brasil.

empresas comenzarían a invertir cada vez más en tecnología de punta hasta el punto en el que la productividad marginal de los trabajadores de la Periferia se asemejara a la productividad marginal de los trabajadores del Centro. Como la productividad marginal en la teoría neoclásica es igual al salario (Clark, 1899), habría una convergencia absoluta.¹³²

El gran error de los gobiernos neoliberales latinoamericanos fue la ingenua creencia en la supremacía del mercado y dejar así que todas las decisiones fueran tomadas por los agentes, con el argumento de que éstos iban a maximizar su utilidad y se iba a generar un beneficio para la economía en general. La falla principal de estos economistas era su creencia en la escuela neoclásica, la cual separa la cuestión de la distribución óptima de la cuestión de la producción, que de hecho es secundaria y está fuera del proceso de la toma de decisiones. Lo cierto es que la función de producción en la que creían los economistas neoliberales sólo es efectiva con una gran cantidad de restricciones, además de que tiene que ser continua y diferenciable, homogénea en primer grado para distribuir el producto neto sin excedente, que el capital sea homogéneo (y por consiguiente medible en términos físicos) y que la derivada del capital sea la tasa de beneficio, para mencionar sólo los más importantes. Esto dio lugar a la idea de que las empresas existentes –sin importar su tamaño– ya contaban con un *stock* de capital y de que, según la productividad marginal de los trabajadores que iban a contratar, el producto se iba a distribuir de forma justa tanto en salario (que debía ser igual a la productividad marginal del trabajo) como en beneficio (que debía ser igual a la productividad marginal del capital). El capital financiero iba a fluir, creían los economistas neoliberales, a todas las empresas que tuviesen una tasa de beneficio, es decir, una productividad marginal del capital, aceptable. Y la cuestión del libre cambio debería funcionar sin la más mínima fricción, ideologizando la famosa “mano invisible” del mercado como instrumento óptimo.¹³³

132 Si bien se podía justificar la idea a principios de los noventa, es casi imposible encontrar un argumento a favor desde que Barro y Sala-I-Martin publicaron sus trabajos. Comenzando por la mano de obra barata, la que por sí sola no tiene opción de volverse calificada, puesto que la educación latinoamericana siempre ha sido de muy bajo nivel; aún más, con la disminución del Estado se redujo el presupuesto, se descentralizaron muchas de sus funciones y se fomentó la educación privada, y con todo ello se disminuyeron aún más los niveles educativos (Vázquez, 2008). Tampoco se ha hecho mucho para bajar la tasa de fertilidad, en especial en los deciles de población con ingresos más bajos, lo cual ha imposibilitado generar ahorro interno o incrementar el nivel educativo de sus hijos. Es más, la mayoría de los gobiernos neoliberales y de la cúpula de poder han sido altamente conservadores, dándole más poder a las instituciones religiosas, lo que ha imposibilitado todo intento de bajar las tasas de fertilidad.

133 Hay que recordar que la teoría neoclásica justifica sus argumentos en un mundo irreal (por ejemplo, el desierto) y con un número limitado de bienes con elasticidades completamente diferentes (por ejemplo, diamantes y agua). Justificar que un ejemplo alejado de la vida cotidiana tiene una verdad universal es, por lo tanto, muy irreal.

Esto muestra el por qué del poco interés que tuvieron los Estados neoliberales para fomentar la creación y el desarrollo de empresas, además de la escasa inversión en ciencia y tecnología. Peor aún, su política de atraer recursos a toda costa propició una enorme entrada de capital financiero, lo que reevaluó las monedas nacionales y originó que las exportaciones fueran más caras y las importaciones más baratas. Estos factores explican por qué la entrada de tanto capital bursátil no fomentó la creación industrial como en otras partes del mundo, en especial en el Norte Global, pero también en algunos países del Este asiático.

Este capital financiero, que es altamente volátil, tiene como característica la especulación. Busca en el mundo entero las mejores alternativas –es decir, el mayor rendimiento en función del riesgo–, por lo que todos los países que están tratando de atraer estas inversiones compiten entre sí. En palabras de Correa y Girón (1988): “[...] todas las naciones conjuntan la economía global, sus finanzas están sujetas a los mercados imperantes [...] los mercados financieros nacionales se encuentran integrados a un único mercado, pues no sólo poseen características semejantes, sino que responden en su desempeño a las variaciones de tasas de interés y tipos de cambio internacionales”.

De la misma forma que entra puede salir, y la única forma de retenerlo es incrementando cada vez más el rendimiento. Cualquier alteración o nerviosismo puede provocar una “huida” del capital bursátil; cualquier cambio en el rendimiento o en el riesgo provoca cambios a nivel mundial. Esto propició que tanto los empresarios nacionales como los gobiernos estuvieran obligados a pagar altos costos de capital y evitó que se adquiriera y se creara inversión interna, además de que la pobreza limitó el ahorro nacional. Esto se refleja, por ejemplo, en palabras de Miguel Ángel Centeno: “Lo que derrotó al salinato no fue la oposición de los que habían perdido más con la revolución tecnocrática, sino el pánico de los inversionistas extranjeros que Salinas había cortejado tanto” (Centeno, 1997:81).

La política neoliberal defendió el principio de la libre circulación de los flujos de capital con un furor de cruzados. Negaban cualquier instrumento que la pudiera limitar en lo más mínimo, creyendo que evitaría la asignación óptima de los recursos financieros. Es así como la idea de implementar una

tasa Tobin¹³⁴ o algún instrumento parecido fuera tratada como herejía. Sin embargo, un impuesto que hubiera hecho menos atractivo al mercado secundario habría hecho más atractivos otros flujos más ligados a la economía real. De este modo, la inversión extranjera directa “de calidad” para empresas ya establecida se incrementaría e incluso se podría haber creado un mercado de capital de riesgo para nuevos emprendedores con ideas innovadoras. Con esto no se quiere decir que se debía descuidar el mercado secundario, ya que la liquidez en éste es de suma importancia para las empresas que cotizan. Pero descuidar al resto de la industria sólo para justificar la liquidez de unas cuantas empresas fue desproporcional.

134 La tasa Tobin es un impuesto propuesto por el premio nobel James Tobin en 1971. La idea consiste en pagar un impuesto cada vez que se produce una operación financiera, para así frenar los flujos monetarios y financieros o, como diría Tobin, para “echar arena en los engranajes demasiado bien engrasados de los mercados monetarios y financieros internacionales”. La idea es únicamente frenar las operaciones puramente especulativas, por lo que la tasa debe ser baja: según Tobin, en torno al 0.1%. De esta forma no se verían afectadas las inversiones de largo plazo, sean en activos fijos o en activos financieros, pero se penalizaría a las operaciones con carácter especulativo y de corto plazo. Para un estudio más detallado, véase Bello y Walden (Zed Books, 2000), *Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, capítulo 14.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

La economía es una ciencia de pensar en términos de modelos,
junto con el arte de escoger los modelos
que son relevantes al mundo contemporáneo.

John. M. Keynes

En este capítulo se analizará las repercusiones que han tenido las políticas del Consenso de Washington mediante técnicas econométricas. En el primer subcapítulo se hará un recuento del estado del arte de distintos estudios econométricos. Posteriormente se mostrarán las características de las series financieras, su análisis de raíces unitarias, cointegración y mecanismos e corrección de error. En el tercer subcapítulo se analizará la relación de la bolsa con la economía real mediante causalidad de Granger, VAR, análisis impulso respuesta y análisis de descomposición de la varianza. A continuación se modela el contagio financiero, así como su impacto en la economía real y en otras variables financieras. Por último se comprobará si los contagios bursátiles afectan o no en la convergencia condicional en América Latina.

5.1. Mercados bursátiles y su relación con la economía real: estado del arte

Una de las aplicaciones de las políticas del Consenso de Washington fue la desregulación de los mercados financieros, en especial, los mercados bursátiles. El argumento central de la teoría financiera era que un mercado bursátil inhibía el crecimiento económico. Este argumento no era nuevo. Los primeros trabajos se basan en Gurley y Shaw (1955 y 1960), Brainard y Tobin (1968), Goldsmith (1969), Shaw (1973) y McKinnon (1973). Sin embargo, fue necesario que ocurriera la crisis de la deuda en América Latina para impulsar esas reformas. La teoría señalaba que si se reprimía al sector bursátil, esto interfería con el desarrollo, ya que los mecanismos de ahorro no estaban bien

desarrollados, los intermediarios financieros no asignaban el ahorro de forma eficiente entre las distintas alternativas y se generaba incertidumbre en los rendimientos a las inversiones, lo que desalentaba a las empresas (Ortiz *et al.*, 2007c).

Si bien los trabajos teóricos sobre las relaciones de largo plazo entre los mercados financieros – en específico, los mercados bursátiles emergentes– y el desarrollo de largo plazo no son muy variados, no lo es tanto la evidencia empírica. Aunque la cantidad de estudios empíricos es pequeña, sobre todo si se compara con la cantidad de literatura que ha surgido sobre otros sectores financieros (como, por ejemplo, acerca de la relación del sistema bancario con su impacto de largo plazo en el desarrollo), los resultados son variados. Lo que es un hecho es que los mercados emergentes se han convertido en pequeñas islas receptoras de capitales de corto plazo –a diferencia de lo que propaga la teoría– de los inversionistas institucionales que buscan altos rendimientos y que tienen una alta aversión al riesgo, lo que produce que los flujos huyan al presentarse cualquier tipo de inestabilidad.

Por una parte se encuentran los trabajos que señalan la existencia de una relación positiva entre el desarrollo de mercados bursátiles y el crecimiento económico en el largo plazo. Los trabajos más destacados son los de Apergis, Filippidis y Economidou (2007), Bencivenga *et al.* (1996), Brainard y Tobin (1968), Barro (1990), Christopoulos y Tsionas (2003), Fama (1990), Hassapis y Kalyvitis (2002), Nasseh y Strauss (2000) y Neusser y Kugler (1998), en los que se argumenta a favor. En contraparte, Benhabib y Spiegel (2000), Binswanger (2000 y 2004) y Demirgüç-Kunt y Levine (1996) demuestran lo contrario. Por su parte, Niño y Martínez (2003) argumentan que sólo existe relación en algunos mercados, principalmente entre los que tienen un sistema anglosajón.

Fama (1990) utilizó la producción futura para intentar explicar, con distintas frecuencias, los rendimientos bursátiles entre 1953 y 1987 en Estados Unidos. Fama se plantea una serie de estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios (MCO) de los rendimientos del NYSE acerca del crecimiento de la producción y de la producción contemporánea. Lo que demostró Fama es que la economía real, representada por una serie de variables *proxy*, es la causa de los rendimientos bursátiles,

lo que difiere con la mayoría de los demás trabajos, que sugieren una relación inversa. Así pues, la relación entre los rendimientos y la producción futura refleja de alguna manera la información sobre los flujos de caja futuros asociados a la producción.

Binswanger (2000), por su parte, realizó un análisis muy parecido al de Fama (1990) pero centrándose en la producción industrial y en los rendimientos bursátiles de Estados Unidos durante 1950 y 1990. Utilizó varias frecuencias, pero, independientemente de la frecuencia analizada y, mediante la implementación de la prueba de Chow de cambio estructural, el autor encontró que el rendimiento de las acciones ha dejado de ser un buen indicador líder de la actividad económica de la economía real desde los años ochenta, es decir, desde el incremento de flujos de capital financiero a nivel global. Algunas de las posibles explicaciones que se mencionan son:

1. La existencia de burbujas financieras, ya que éstas no se basan en los factores fundamentales que supuestamente determinan el rendimiento de las acciones (Cochrane, 2001).
2. Los cambios en la política monetaria mediante cambios en los tipos de interés nominales o de las tasas de inflación. En teoría, estos cambios no deberían distorsionar la relación entre el rendimiento de las acciones y la actividad real. Aunque, como argumentan algunos autores, la política monetaria tiene efectos reales, al menos en el corto plazo (Thorbecke, 1997).
3. Otra posible explicación es la creciente globalización de los mercados financieros, que propicia que los rendimientos esperados estén menos relacionados con los mercados domésticos y con las fluctuaciones de las grandes empresas multinacionales debidas a las interconexiones entre las diferentes economías (Bayona, 2003).

Barro (1990), por su parte, argumenta otras dos posibilidades. Primero, los precios y la producción pueden responder conjuntamente a otras variables. De esta manera, una caída en los tipos de interés puede causar un aumento tanto en el precio de las acciones como en la producción de bienes de inversión. Segundo, los rendimientos también podrían causar cambios en la actividad real. Así, un incremento en el precio de las acciones mediante un aumento en la riqueza puede traducirse, por ejemplo, en un aumento en la demanda de bienes de consumo o en los bienes de inversión.

Christopoulos y Tsionas (2003) analizaron la relación de largo plazo entre profundidad financiera y crecimiento económico empleando una prueba de raíces unitarias en panel (*Panel Unit Root Test*) y una prueba de cointegración de panel (*Panel Cointegration Test*). El estudio encontró evidencia empírica para apoyar firmemente la hipótesis de relación entre profundidad financiera y crecimiento, además de que la prueba de cointegración sustenta que la causalidad es unidireccional del sector financiero al crecimiento económico.

Niño y Martínez (2003) analizaron las relaciones del sector financiero de Estados Unidos, Japón, Alemania y Gran Bretaña entre 1970 y 2001 con las siguientes variables de la economía real: PIB a precios corrientes y PIB per cápita en paridad de poder adquisitivo (ppp). Utilizaron un análisis de correlación multivariable para determinar los coeficientes de correlación de Pearson entre las variables. Para Estados Unidos y Gran Bretaña se encontró una alta correlación en todos los periodos, lo que indica que la economía estadounidense real está muy vinculada a la economía financiera. Por su parte, tanto Alemania como Japón muestran sólo una relación muy diminuta entre economía real y financiera. De hecho, la burbuja inmobiliaria y bursátil de mediados de los ochenta y principios de los noventa, que se manifestó con un pico en el Nikkei, puso de manifiesto los problemas del sistema financiero japonés, y, lo que es más importante aún, reflejó la alta desvinculación entre generación de PIB y PIB pc ppp respecto del Nikkei.

Apergis, Filippidis y Economidou (2007), usando pruebas de panel de integración y cointegración durante 1975-2000, encontraron un equilibrio de largo plazo entre profundidad financiera y desarrollo económico en Estados Unidos y Europa. Sin embargo, a diferencia del estudio arriba mencionado, también encontraron pruebas de que había una causalidad bidireccional.

Neusser y Kugler (1998) utilizaron técnicas de series de tiempo para encontrar que el PIB del sector financiero de muchos países de la OCDE está cointegrado con el factor de productividad total. Además, encontraron –en algunos casos– el factor de causalidad de Granger y Lin. Otro trabajo en el que se identificó que había relaciones positivas es el de Hassapis y Kalyvitis (2002), que señalan una

relación positiva entre 1950 y 1990 entre los cambios en los precios de las acciones y la tasa de crecimiento de la mayoría de los países de la OCDE, excepto en Italia y Francia. Nasseh y Strauss (2000) encontraron relación de largo plazo entre los precios accionarios y la producción industrial de las mayores economías europeas.

Benhabib y Spiegel (2000) trataron de demostrar el papel del desarrollo financiero en el crecimiento y la inversión, con la hipótesis de que debería existir una relación positiva. Aunque los resultados sugirieron que los indicadores de desarrollo financiero estaban correlacionados con el crecimiento de la productividad total de los factores y la inversión, muchos de los resultados eran sensibles a las especificaciones del modelo, con lo que se pudo mostrar que los indicadores de desarrollo financiero son un *proxy* de las características del país.

Para los países con mercados bursátiles subdesarrollados existen menos estudios que para aquellos con bolsas desarrolladas; sin embargo, la evidencia que se encuentra es todavía más contradictoria. Atje y Jovanovic (1993) presentaron, en un estudio de corte transversal de más de 40 países, evidencia de correlación entre la media de crecimiento económico y la capitalización de los mercados bursátiles. Levine y Zervos (1998) extendieron el estudio incluyendo más variables y alargando el periodo de estudio, y encontraron que la liquidez del mercado bursátil está muy relacionada con el crecimiento económico, la acumulación de capital y la productividad, pero no con el tamaño del mercado de capital.

Harris (1997) modificó el estudio de Atje y Jovanovic utilizando la inversión actual y eliminando los rezagos usados en el estudio original, y a diferencia de Atje y Jovanovic, no encontró evidencia de que la actividad de los mercados bursátiles se pueda explicar de forma alguna en crecimiento. Mauro (2003) buscó la correlación entre el crecimiento de la producción y los rendimientos bursátiles con rezagos en un panel de economías emergentes y desarrolladas. Su estudio demostró que la proporción de países desarrollados y subdesarrollados en los cuales la correlación es significativa es la misma si se utilizan datos anuales, pero no al utilizar datos trimestrales. Además, ese estudio muestra que existe correlación entre crecimiento como de los rezagos en los rendimientos

bursátiles con otras variables que caracterizan a los mercados bursátiles, como una alta razón de capitalización a PIB, un sistema legal anglosajón, el número de empresas nacionales que cotizan y las ofertas públicas iniciales.

Howells y Soliman (2003 y 2005) usaron un modelo VAR para mostrar causalidad y obtuvieron como resultado que el desarrollo del mercado bursátil mejoró el crecimiento económico de largo plazo en Chile, Corea, Malasia y Filipinas, principalmente por los impactos de la inversión. Choog, Yusop, Law y Sen (2003) demostraron, mediante distribuciones autoregresivas con retrasos (ARDL) y causalidad de Granger, que existe cointegración entre el desarrollo de los mercados bursátiles y el crecimiento económico para Malasia durante 1978-2000. Nyong (1997) usó un índice de desarrollo de mercado de capital para Nigeria y encontró que el desarrollo está negativamente correlacionado con el crecimiento de largo plazo de ese país.

Tuncer y Alovst (2000) analizaron con un modelo de panel a 20 países para buscar relaciones causales entre el mercado bursátil y el crecimiento económico de 1981 a 1994. Utilizaron la prueba de causalidad de Sims, que dio como resultado una causalidad bidireccional entre mercados de valores y crecimiento económico. El análisis de países, por otra parte, no dejó conclusiones precisas.

Kassimitis y Spyrou (2001) argumentaron que los resultados contradictorios se deben a la legislación bursátil. Así, en países como la India, donde el mercado bursátil está reprimido, éste no afecta al crecimiento económico, a diferencia de mercados liberalizados como Chile y México, donde juega un rol fundamental. En Corea del Sur tanto el mercado accionario como el de crédito afectan el crecimiento pero no existe bidireccionalidad, y en mercados especulativos como el de Taiwán los mercados bursátiles afectaban negativamente el desarrollo.

De la Torre y Schmucler (2006) hicieron hincapié en el hecho de que, como resultado de la globalización, los mercados bursátiles de América Latina han tenido un desempeño por debajo de las expectativas que crearon las reformas del Consenso de Washington en lo que se refiere al papel de los mercados bursátiles y el fomento al crecimiento económico.

De esta forma, aunque exista una gran cantidad de estudios que estén a favor de la teoría de McKinnon y Shaw y demuestren que hay una causalidad entre el desarrollo del sector bursátil y el crecimiento económico, también hay una variedad interesante de estudios de causalidad de Granger y de funciones impulso-respuesta en los vectores autoregresivos (VAR) que prueban que hay una bi-direccionalidad, lo que pone en entredicho que la economía sea conducida por el sector financiero. Además, varios estudios no encontraron relación alguna o pusieron en evidencia que otros estudios sí la encontraron al modificar la estructura del modelo. Un hecho aún más preocupante es que varios estudios con datos idénticos dan resultados opuestos, según cómo se haya especificado el modelo. En este caso hay que preguntarse si la significancia es meramente un accidente estadístico o no.

Un punto poco estudiado es la volatilidad de las bolsas de valores y su relación con la economía real. Campbell *et al.* (2001) indican que la volatilidad está relacionada con cambios estructurales en la economía. Muestran que hay la volatilidad una vez que ha aumentado un cierto tipo de inercia, en el sentido que vuelve a sus niveles bajos muy lentamente. Aunque las causas de la volatilidad del mercado no se comprenden demasiado bien, algunos autores sugieren que una elevada volatilidad del mercado de acciones puede reducir la futura actividad económica (Bayona, 2003). Lilien (1982) fue uno de los primeros autores en señalar que la volatilidad del mercado de acciones está relacionada con los cambios estructurales que se lleven a cabo en la economía real. Schwert (1989) argumenta que la volatilidad del mercado de acciones refleja la incertidumbre sobre los futuros flujos de caja y la tasa de descuento, proporcionando así información sobre la futura actividad económica. Estos trabajos afirman principalmente que la economía real es la que afecta la volatilidad. Sin embargo, una alta volatilidad afecta el desarrollo económico, principalmente porque reduce las futuras actividades económicas. La volatilidad en el mercado accionario es un riesgo sistemático para los accionistas, por lo que exigirán un rendimiento esperado más alto, es decir, un incremento en el costo

de capital. Tomando la teoría del valor presente neto, esto significa que son menos los proyectos rentables cuando hay alta volatilidad, lo que reduce la inversión en la economía real y, por consiguiente, el crecimiento económico. Los efectos contagio han agravado aún más este problema, ya que la volatilidad se incrementa en países simplemente porque pertenecen a una zona geográfica, aunque no es forzoso que deba haber información en los fundamentos para justificar tal incremento, no obstante que se vea disminuido el crecimiento económico. Campbell *et al.* (2001), de hecho, demuestran que la volatilidad del mercado de acciones tiene un poder predictivo significativo para la tasa de crecimiento real del GDP.

5.2. Origen de las series financieras y sus características

Para estudiar la relación entre la economía real y la economía financiera se utilizaron los productos internos brutos mensuales y los índices de bolsas de valores mensuales de Argentina, Brasil, Chile y México. La razón de usar estadísticas mensuales es que permiten entender de mejor forma tanto la relación de largo plazo como la de corto plazo entre las variables (Ortiz *et al.*, 2007c). El tamaño muestral comprende desde el primer mes de 1993 hasta el doceavo de 2003.¹³⁵ El conjunto de series temporales financieras se obtuvo de la base de datos Economática y el conjunto de series temporales económicas se obtuvieron de la base de datos CEPALStat. Las variables utilizadas, en términos logarítmicos, fueron las siguientes:

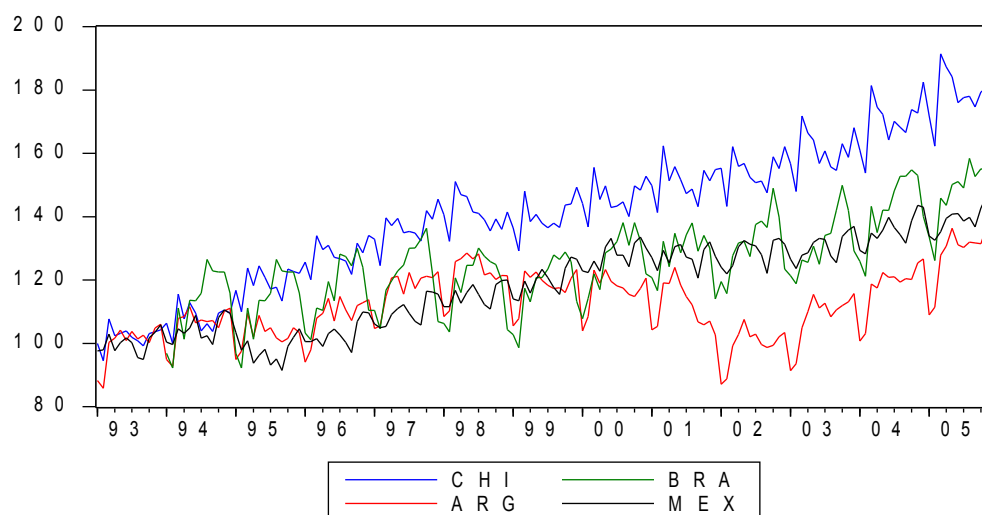
- Índice mensual de la actividad económica global de Argentina, Brasil, Chile y México, con base 1993=100.
- Índice de las bolsas de esos países transformado en datos mensuales.

A continuación se analizan las series financieras. En la gráfica 13 se observa el desempeño de los productos internos brutos de los cuatro países estudiados. Con excepción de Chile, ninguno de los países ha tenido un crecimiento continuo. Resaltan, por un lado, los ciclos repetitivos casi idénticos en

¹³⁵ La disponibilidad de datos para la construcción de estos índices es escasa. Sobre todo para analizar el largo plazo, la información de los países en vías de desarrollo es muy reciente. Han sido la liberalización financiera y las políticas internacionales de los mercados de capitales emergentes las que han fomentado la divulgación de la información.

los cuatro países, así como la alta volatilidad de la economía brasileña. Por otro lado, están muy marcadas las crisis de la economía mexicana en 1994-1995 y de la brasileña en 1998-1999 y el desplome de la economía argentina en 2001-2002, y el cómo alteraron los ciclos de las demás naciones.

Gráfica 13: PIB mensual de las principales economías latinoamericanas (1993 = 100).

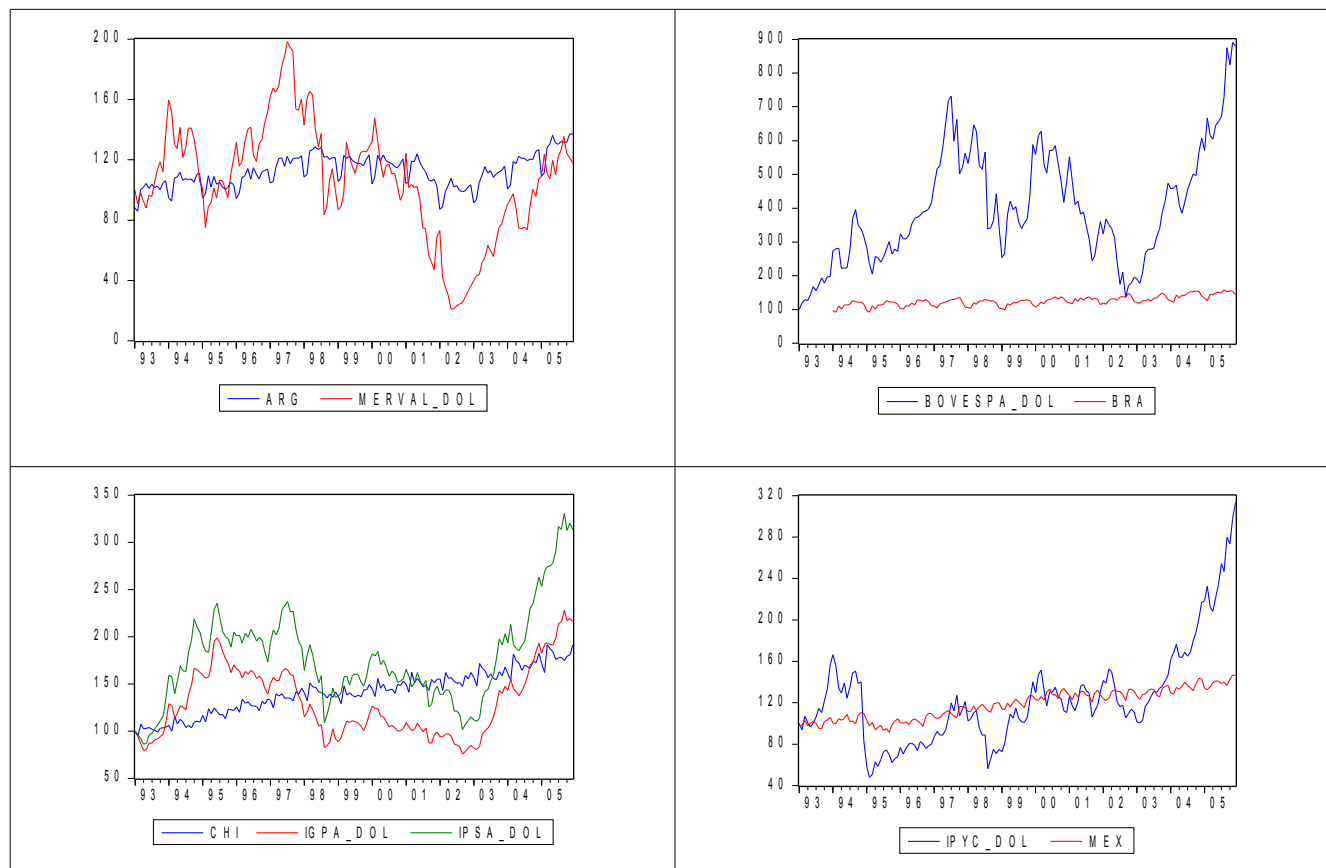


Fuente: CEPALStat (Estadísticas de América Latina y el Caribe), consultado el 15 de octubre de 2008.

En la gráfica 14 se muestra la relación entre las bolsas de los países, medida con el índice bursátil en dólares, y sus respectivos productos internos brutos. En ningún caso se puede hablar de relación alguna, excepto del caso chileno, donde se puede observar una relación muy ligera de la tendencia de crecimiento. En la sección 5.2.1. se presentan las estadísticas básicas, en la sección 5.2.2. se analizan las raíces unitarias para ver en qué orden se encuentran integradas. En las series financieras se observará que son del orden $I(1)$, lo que significa que se deberían utilizar las series en primera diferencia para evitar una regresión espuria, como lo ha demostrado Yule (1928). Sin embargo, puede existir una relación de largo plazo aunque las series sean del orden $I(1)$, por lo que es necesario también hacer un test de cointegración. En caso de que cointegren las series, ello significa que la combinación lineal es $I(0)$, a pesar de que las series individualmente sean $I(1)$, lo que se traduce en que hay una operación de fuerzas que tienden a mantener x_t y y_t juntas, y que, por tanto, existe una relación de

equilibrio de largo plazo entre ellas. En otras palabras, esto implica que x_t y y_t no pueden alejarse mucho lo que, en términos de las características del error de equilibrio u_t , significa que debe ser estacionario.

Gráfica 14: Relación entre PIB mensual e índice bursátil mensual (1993 = 100).



Fuente: CEPALStat (Estadísticas de América Latina y el Caribe) y Economática, consultado el 15 de octubre de 2008.

5.2.1. Estadísticas básicas

En esta sección se presentan las estadísticas básicas del PIB y de las bolsas latinoamericanas en términos de niveles. Las estadísticas descriptivas utilizadas serán la media, la desviación estándar, la asimetría estadística, la curtosis y la Jarque-Bera. La media se refiere al valor medio de las series que se

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

obtiene sumando cada una de las series y dividiéndola entre el número de observaciones. Por lo general, a la media se le denomina el centro de gravedad de una distribución, lo cual no necesariamente debe ser la mitad.

Cuadro 14: Estadísticas descriptivas mensuales del PIB de los cuatro países. (1993 = 100)

	Media	Desviación estándar	Asimetría estadísticas	Curtosis	Jarque-Bera (Prob)
Argentina	112.077600	10.699880	0.011458	2.614854	0.967606 (0.616435)
Brasil	125.720800	14.176260	0.077106	2.806095	0.368283 (0.831818)
Chile	141.245300	22.735780	-0.052167	2.377858	2.586652 (0.274357)
México	118.466000	14.287460	-0.065216	1.791381	9.605530 (0.008207)

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Economática.

La desviación estándar es una medida de dispersión para variables de razón y de intervalo. Es una medida cuadrática que informa de la medida de distancias, expresada en las mismas unidades que la variable, que tienen los datos respecto de su media. Para conocer con detalle un conjunto de datos, no basta con conocer las medidas de tendencia central sino que es necesario saber cuál es la desviación que representan los datos en su distribución respecto de la media –aritmética– de dicha distribución, con objeto de tener una visión de esos datos más acorde con la realidad a la hora de describirlos e interpretarlos para la toma de decisiones. Dicho de forma más intuitiva, la desviación estándar muestra la variación o el promedio esperado con respecto a su media. En el cuadro 14 vemos que las desviaciones estándar son de alrededor del 10%, excepto en el caso de Chile donde es del 22%. En el cuadro 15, por otro lado, observamos grandes desviaciones estándar. Todas están por encima del 30%, sobresaliendo Brasil con 42%. Una desviación estándar grande indica que los puntos están lejos de la media, y una desviación pequeña, que los datos están agrupados cercanos a la media. Por esto la desviación estándar puede ser interpretada como una medida de incertidumbre. Es decir, la incertidumbre de las bolsas de valores es mucho mayor que el PIB mensual, razón por la cual existe una fuerte incertidumbre y volatilidad en los mercados de valores. En especial, el Bovespa muestra una enorme incertidumbre, muy por encima de las demás bolsas importantes de América Latina.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 15: Estadísticas descriptivas de las bolsas de valores latinoamericanas (1993 = 100).

	Media	Desviación Estándar	Asimetría estadísticas	Curtosis	Jarque-Bera (Prob)
Argentina	106.4576	37.69028	-0.203401	3.010716	1.076423 (0.583792)
Brasil	398.89	168.2439	0.59	2.998679	9.115055 (0.010488)
Chile (IPGA)	130.6507	37.39894	0.573898	2.386042	11.01348 (0.004059)
México	124.2153	48.55437	1.44	5.652064	99.92435 (0.000000)

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

Las medidas de asimetría son los indicadores que permiten establecer el grado de (a)simetría que presentan las distribuciones de probabilidad de las variables sin tener que hacer su representación gráfica. Para entender la asimetría estadística, se puede ubicar el eje de la simetría en una recta paralela al eje de las ordenadas que pasa por la media de la distribución. Si una distribución es simétrica, entonces a la derecha de la media debe haber el mismo número de valores que a la izquierda, y por consiguiente, debe haber el mismo número de desviaciones con signo positivo que con signo negativo. Una asimetría positiva significa que la distribución tiene una “cola” más larga a la derecha, lo que significa que existen valores más separados de la media a la derecha. Por otra parte, una asimetría negativa existe si la cola a la izquierda de la media es más larga que la de la derecha, es decir, que hay valores más separados de la media a la izquierda. La importancia de una asimetría baja o moderada sugiere la presencia de normalidad, algo que se puede corroborar mediante la estadística de Jarque-Bera. En el cuadro 14 se observa que hay dos países con asimetría positiva (Argentina y Brasil) y dos con asimetría negativa (Chile y México), pero en los cuatro casos los porcentajes son muy bajos. Por otro lado, en el cuadro 15 observamos que sólo Argentina tiene una asimetría negativa, aunque seguramente sería distinta si se alargara el periodo estudiado y se redujera la influencia de la crisis que padeció ese país. En los demás países vemos asimetrías positivas, lo que significa que hay más valores positivos que negativos, algo que ya ha mencionado Taleb (2007) al criticar el uso de distribuciones normales para pronosticar las bolsas de valores.

La curtosis es una medida de lo picudo o concentración en torno a la media de la distribución de probabilidad de una variable. Una mayor curtosis implica que la mayor parte de la varianza es debida a desviaciones infrecuentes en los extremos, que se oponen a desviaciones comunes de medidas menos pronunciadas. La curtosis de una distribución normal es de 3; si excede de 3 entonces es mas picuda (*leptokutic*) que una distribución normal, mientras que si es menor de 3 es más plana (*platykurtic*) con relación a la distribución normal. En caso de tener un valor mayor de 3, la distribución muestra colas más pesadas que las de la distribución normal, lo que significa que existe mayor probabilidad de valores extremos. Si el valor es menor de 3, significa que existen menos probabilidades de valores extremos que en una distribución normal. Al igual que la asimetría, una curtosis cercana a 3 sugiere normalidad. En el cuadro 14 ninguna de las series muestra tener una curtosis mayor de 3, por lo que todas son más planas que una distribución normal, aunque Argentina y Brasil están muy cerca de 3 y Chile y México están muy alejados de 3, lo que significa que tienen colas menos pesadas que las de una distribución normal. El cuadro 15, por su parte, muestra algo muy interesante: tanto Argentina como Brasil están muy cerca de 3, lo que indica que se puede aceptar la idea de que las bolsas siguen una forma de distribución normal, lo que contradice la crítica de Taleb (2007). Sin embargo, Chile muestra un valor muy inferior a 3, lo cual muestra que es muy plano y tiene colas menos pesadas, mientras que México está muy por encima de 3, lo que significa que es muy picuda y con colas más pesadas, es decir, que la varianza está muy influenciada por los valores extremos, tal como argumenta Taleb (2007).

Por último, se analizó la Jarque-Bera, que es una prueba estadística para comprobar que las series tienen una distribución normal. En cuanto al PIB (véase cuadro 14) se observa que todas las series, excepto las de México, la pueden pasar, mientras que en cuanto a las bolsas de valores (véase cuadro 15) se observa que sólo el Merval pasa la prueba. Los demás valores exceden en valor crítico de 5.99. Ahora bien, el argumento de normalidad es puramente econométrico, es decir, de simplificación de los datos que no tienen mucho que ver con la realidad. Este argumento es necesario principalmente para hacer pronósticos a futuro, en los cuales se aduce que éste se puede predecir, ya que se distribuye en forma de distribución normal, con una probabilidad del 95%, y entonces el resultado pronosticado cae en $\mp 2\sigma^2$.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

A continuación se presentan las estadísticas básicas en primeras diferencias, es decir, la tasa de crecimiento del PIB y de los rendimientos de las bolsas latinoamericanas, ya que como se verá en las siguientes páginas tales estadísticas son altamente relevantes.

Cuadro 16: Estadísticas descriptivas mensuales de la tasa de crecimiento del PIB de los cuatro países. (1993 = 100)

	Media	Desviación Estándar	Asimetría estadísticas	Curtosis	Jarque-Bera (Prob)
Argentina	0.315181	6.413512	-0.285551	4.557193	17.76698 (0.000139)
Brasil	0.328531	8.129611	0.233551	2.998600	1.300025 (0.522039)
Chile (IPGA)	0.589161	7.697261	1.286467	4.818634	64.11458 (0.0000)
México	0.314194	4.084091	0.340853	2.639706	3.839704 (0.146629)

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

En el cuadro 16 se puede observar que las desviaciones estándar son extremadamente grandes. Una desviación estándar grande indica que los puntos están lejos de la media, y una desviación pequeña, que los datos están agrupados cercanos a la media. Esto quiere decir, que la variación o el promedio esperado con respecto a su media es muy distante, lo cual tiene sentido si se piensa que se ha analizado un periodo caracterizado por la crisis, por lo que los resultados extremos son más probables. En el cuadro 17 se muestra este hecho con más fuerza, algo que se debe esperar, pues las bolsas de valores por definición son más volátiles que las tasas de crecimiento y el capital caliente acentúa aún más este hecho.

Si una distribución es simétrica, entonces a la derecha de la media debe haber el mismo número de valores que a la izquierda, y por consiguiente, debe haber el mismo número de desviaciones con signo positivo que con signo negativo. En el cuadro 16 se observa que Argentina tiene una asimetría negativa y los demás países una asimetría positiva. En el cuadro 17 sólo el caso de Chile tiene una asimetría positiva y los demás negativa. Una asimetría positiva significa que la distribución tiene una “cola” más larga a la derecha, mientras que una asimetría negativa significa que la distribución tiene una “cola” más larga a la izquierda. En el cuadro 16 eso significa que todos los países excepto

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Argentina tienen más valores separados de la media a la derecha. Por otra parte, también se puede observar que los rendimientos de las bolsas -exceptuando la chilena- tienen más valores separados de la media a la izquierda. Parece que los controles de flujos de capitales de Chile han logrado evitar los rendimientos negativos que sufrieron las demás bolsas de valores.

Cuadro 17: Estadísticas descriptivas de los rendimientos de las bolsas de valores latinoamericanas (1993 = 100).

	Media	Desviación Estándar	Asimetría estadísticas	Curtosis	Jarque-Bera (Prob)
Argentina	0.116544	11.929100	-0.809671	5.622204	61.34267 (0.000000)
Brasil	5.031873	51.488650	-0.748072	5.806427	65.32269 (0.000000)
Chile (IPGA)	0.749161	7.571114	0.174591	3.532342	2.617689 (0.270132)
México	1.376075	11.523620	-1.018442	6.518336	106.7406 (0.000000)

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

La curtosis de una distribución normal es de 3; si excede de 3 entonces es más picuda que una distribución normal, mientras que si es menor de 3 es más plana con relación a la distribución normal. En el cuadro 16 la curtosis de Brasil y México está cerca de 3 mientras que Argentina y Chile están muy por encima de 3. En el cuadro 17 sólo Chile muestra un valor cercano a tres, aunque mayor. Los otros tres países quedan muy por encima. Una curtosis cercana a 3 sugiere la existencia de una distribución normal, mientras que valores por encima de 3 significan la existencia de colas más pesadas que las de la distribución normal, y por lo tanto mayor probabilidad de valores extremos.

Cuando una variable es simétrica significa que tiene el mismo número de valores a la derecha como a la izquierda y se supone entonces normalidad. La variable Jarque-Bera es otra forma de ver si existe o no normalidad. En el cuadro 16 se observa que el valor de la Jarque-Bera para Argentina y Chile está muy por encima del valor crítico 5.99, por lo que no pasan la prueba de normalidad. Brasil y México por su lado si pasan la prueba de normalidad. En el cuadro 17 se observa que sólo Chile tiene

un valor menor a 5.99. Los demás bolsas de valores no pueden argumentar la existencia de tener una distribución normal; dicho resultado se debe haber esperado ya que se analiza un periodo de crisis y por lo tanto los rendimientos deben estar mucho más dispersos. En lo que respecta a las bolsas de valores, sólo se quiere volver a recordar la crítica de Taleb (2007), que se ha mencionado en el transcurso de esta investigación.

5.2.2. Análisis de raíces unitarias

Al desarrollar modelos de series de tiempo se necesita saber si se puede suponer que el proceso estocástico que los generó es invariable en el tiempo. A este tipo de procesos se les denomina procesos estocásticos estacionarios. Si el proceso no es estacionario, será muy difícil representar a la serie de tiempo durante intervalos de tiempo pasados y futuros con un modelo algebraico simple. Si el proceso es estacionario, entonces es modelable mediante una ecuación de coeficientes fijos estimables con datos pasados. En la práctica es complicado encontrar series de tiempo surgidas de procesos estacionarios; sin embargo, hay técnicas que se encargan de convertir dichos procesos en estacionarios.

Los procesos estacionarios tienen características deseables. Por ejemplo, una serie y_1, y_2, \dots, y_T puede considerarse como generada por un conjunto de variables aleatorias distribuidas en forma conjunta. En otras palabras, y_1, y_2, \dots, y_T representa un resultado particular de la distribución de probabilidad conjunta $p(y_1, y_2, \dots, y_T)$; esto es lo que se denomina “realización”. De igual manera, una observación futura y_{T+1} puede ser considerada como generada por una función de distribución de probabilidad condicional $p(y_{T+1} | y_1, y_2, \dots, y_T)$, es decir, una distribución de probabilidad para y_{T+1} dadas las observaciones pasadas. Entonces, de manera formal, un proceso estacionario se define como aquel cuya distribución conjunta y distribución condicional es invariable respecto al desplazamiento en el tiempo. Por lo que si la serie y_t es estacionaria, se tiene que

$$p(y_t, \dots, y_{t+k}) = p(y_{t+m}, \dots, y_{t+k+m}) \text{ y } p(y_t) = p(y_{t+m}) \quad \forall t, k, m$$

Con base en este resultado se obtienen las características de una serie estacionaria:

1. Si la serie es estacionaria, la media de la serie definida como $\mu_y = E(y_t)$, también debe ser constante a lo largo del tiempo, por lo que $E(y_t) = E(y_{t+m}) \forall t, m$.
2. La varianza de la serie, definida como $\sigma_y^2 = E[(y_t - \mu_y)^2]$, también debe ser constante, de tal manera que $E[(y_t - \mu_y)^2] = E[(y_{t+m} - \mu_y)^2]$.
3. Para cualquier rezago k , la covarianza de la serie $\gamma_k = Cov(y_t, y_{t+k}) = E[(y_t - \mu_y)(y_{t+k} - \mu_y)]$ debe ser estacionaria, de modo que $Cov(y_t, y_{t+k}) = Cov(y_{t+m}, y_{t+m+k})$.

Por tanto, si un proceso estocástico es estacionario, la distribución de probabilidad $p(y_t)$ es la misma para todo tiempo t y su forma o al menos algunas de sus propiedades pueden inferirse a través de un histograma de las observaciones y_1, y_2, \dots, y_T . Si una serie no cumple con las tres características anteriores, se dice que es no estacionaria.

Sin embargo, en el trabajo de Granger y Newbold (1974) se ha demostrado que la mayoría de las series económicas no son estacionarias en niveles, es decir, que son integradas de algún orden mayor que 0. Esto acarrea algunos problemas graves en la práctica, sobre todo porque se viola un supuesto básico del modelo clásico de regresión: la estacionariedad de las variables.

Este problema se remonta a los resultados que obtuvo Yule (1926). Llegó a la conclusión de que es relativamente sencillo encontrar correlaciones estadísticamente significativas entre variables que no son estacionarias. De esta manera se demostró, por ejemplo, que la inflación anual de Gran Bretaña es explicada por los casos de disentería que ocurrieron en Escocia el año anterior (Henry, 1980).

El problema fue abordado de manera profunda por Granger y Newbold (1974). Determinaron llamar a las regresiones econométricas que involucran variables no estacionarias “regresiones espurias”, debido a que se puede demostrar casi cualquier relación estadísticamente significativa con variables $I(d)$, donde $d > 0$. Según Granger y Newbold (1974), las regresiones espurias se caracterizan por:

- Una elevada bondad de ajuste (R^2).

- Un valor del estadístico Durbin Watson, DW, excesivamente bajo, muy inferior al valor 2 que corresponde a la ausencia de autocorrelación e inferior al límite inferior del test DW.

Las principales consecuencias de la presencia de autocorrelación de los errores en una regresión son:

- Los coeficientes estimados por la regresión son sesgados e ineficientes.
- Las proyecciones basadas en las ecuaciones son subóptimas.
- La significancia de las pruebas sobre los coeficientes no es válida.

Para analizar si las regresiones son espurias o no, se analizaron en primera instancia las raíces unitarias. El número de raíces unitarias equivale al número de veces que se tiene que diferenciar una serie para hacerla estacionaria. Así, se dice que una serie $I(1)$ tiene una raíz unitaria y que una serie $I(d)$ tiene d raíces unitarias.

Existen diferentes pruebas para analizar la presencia de raíces unitarias (o el orden de integración de las series); entre las más usuales están: Dickey-Fuller (DF), Dickey-Fuller Aumentada (ADF), Phillips-Perron (PP), Kwiatkowski, Phillips, Schmidt y Shin (KPSS), entre otras. A continuación se presentarán los resultados obtenidos con la prueba de Dickey-Fuller Aumentada (ADF). Se dejarán las demás pruebas de lado, ya que muestran resultados equivalentes y, por tanto, no aportan información adicional. El cuadro 18 muestra que las series analizadas son de orden $I(d) > 0$, por lo que tienen por lo menos una raíz unitaria. Se tomaron las series en niveles y con tendencia e intercepto.¹³⁶

La hipótesis nula (H_0) propone que la serie tiene una raíz unitaria. La prueba de hipótesis se hace con el valor de la t estadística. Si ésta resulta positiva o está por debajo del valor crítico, se acepta H_0 . Este resultado se confirma un poco más intuitivamente cuando se observa que la probabilidad de la prueba es mayor al 95% de confianza, lo cual se advierte en el valor de probabilidad, que debe ser

¹³⁶ Como se puede observar de la gráfica 14 la prueba conviene calcularla con tendencia e intercepto, algo común en series financieras.

mayor a 0.05. En tal caso se sabe de la existencia de al menos una raíz unitaria. En todos los casos se demuestra la existencia de al menos una raíz unitaria. Por tal razón, es necesario saber si la serie es I(1) o I(2), lo que resulta al realizar las pruebas especificando las variables en primeras diferencias. La obtención de una probabilidad mayor a 0.05 sería prueba de que la serie tiene dos raíces unitarias y que sería necesario sacar otra diferencia para tenerla estacionaria.

Cuadro 18: Raíces unitarias de series bursátiles originales en niveles

		Argentina	Brasil	Chile (IGPA)	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-2.158295	-1.663393	-0.454614	-0.180076
	1% level	-4.018349	-4.018349	-4.018349	-4.018349
	5% level	-3.439075	-3.439075	-3.439075	-3.439075
	10% level	-3.143887	-3.143887	-3.143887	-3.143887
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.509000	0.762800	0.984700	0.993000

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

De esta forma se analizaron las mismas series en primeras diferencias. En el cuadro 19 se observa que las series tienen una raíz unitaria, por lo que de aquí en adelante se usarán las series en primeras diferencias para tener series estacionarias y evitar tener una regresión espuria. Al usar primeras diferencias ya sólo se usó con intercepto y se obtuvieron resultados favorables entre 6 a 10 rezagos. Con 11 rezagos Argentina y Chile mostrarían dos raíces unitarias. Sin embargo, la mayoría de los estudios no sobrepasan los seis rezagos. Este resultado es congruente con los resultados de los trabajos de Peiró (1996) y Ortiz (2007a). No obstante, aunque pueda haber una raíz unitaria esto no evita la posibilidad de que exista una relación de largo plazo entre las series originales que se analizarán a continuación mediante la prueba de cointegración. Lo anterior es relevante principalmente porque al obtener primeras diferencias se pierde información que puede ser valiosa para el análisis (Maddala, 2001).¹³⁷

¹³⁷ En este caso, muchos econometristas recomiendan tomar las primeras diferencias, ya que así $y_t - y_{t-1} = e_t$, por lo que la serie se vuelve estacionaria. Sin embargo, autores como Maddala (2001) y Loria (2007) opinan que diferenciar las series significa perder información valiosa; por lo que vale la pena buscar la existencia de una relación de cointegración de largo plazo.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 19: Raíces unitarias de series bursátiles en primeras diferencias

		Argentina	Brasil	Chile	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-12.161390	-12.184850	-10.055380	-11.064380
	1% level	-3.473096	-3.473096	-3.473096	-3.473096
	5% level	-2.880211	-2.880211	-2.880211	-2.880211
	10% level	-2.576805	-2.576805	-2.576805	-2.576805
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

Después de analizar las series bursátiles se estudiaron los PIB mensuales. Al igual que con las series bursátiles se calculan las series originales en niveles con tendencia e intercepto (véase cuadro 20). Se observa que todas las series tienen por lo menos una raíz unitaria.

Cuadro 20: Raíces unitarias de series de PIB mensual en niveles

		Argentina	Brasil	Chile	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-2.764749	-1.734128	-2.494004	-2.622608
	1% level	-4.023975	-4.030157	-4.023975	-4.023506
	5% level	-3.441777	-3.444756	-3.441777	-3.441552
	10% level	-3.145474	-3.147221	-3.145474	-3.145341
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.212900	0.730500	0.330700	0.271100

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

En el cuadro 21 se muestra la existencia de una sola raíz unitaria –al 5%– en las series en primeras diferencias. De esta manera, es necesario analizar las dos series en primeras diferencias –excepto que las series cointegren– para evitar cualquier regresión espuria (Loría, 2007).

Cuadro 21: Raíces unitarias de series de PIB en primeras diferencias

		Argentina	Brasil	Chile	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-8.671863	-3.517555	-3.345139	-3.371841
	1% level	-3.476143	-3.481217	-3.476472	-3.476472
	5% level	-2.881541	-2.883753	-2.881685	-2.881685
	10% level	-2.577514	-2.578694	-2.577591	-2.577591
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.000000	0.009000	0.014700	0.013600

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.2.3. Análisis de cointegración

Granger y Newbold (1974) observaron en su estudio que tres de cada cuatro regresiones espurias son estadísticamente correctas, pero que cuando se corre la misma regresión en primeras diferencias baja a sólo ocho de cada 100 regresiones. Por eso no propusieron unilateralmente que una regresión espuria no pudiera tener significado económico. Consideraron que era apropiado construir modelos que incluyeran los efectos de las variables en sus cambios, pero sin olvidar la relación en niveles. De esta manera se obtendrían resultados más completos y se podrían tener mejores interpretaciones. Fue así que surgió la idea de buscar la cointegración de las variables. Bajo este análisis se acepta que no existe una relación de corto plazo entre dos variables –es decir, es una regresión espuria– pero que sí existe una relación de largo plazo, lo que significa que las variables regresarán tarde o temprano a su tendencia natural de largo plazo.

Si las variables están cointegradas, como se ha mostrado en diversos trabajos empíricos para ciertos países en el apartado anterior, entonces se puede aceptar que en el largo plazo existe una tendencia común entre la evolución de la economía real y los índices bursátiles. Kwon y Shin (1999) indicaron en su estudio que si las variables económicas estaban significativa y consistentemente bien

valoradas y reflejadas en el rendimiento de los mercados financieros, entonces las variables deberían estar cointegradas. Pero en caso de no estarlo, se puede concluir que el mercado accionario no proporciona señales sobre la actividad real.

El concepto de cointegración se basa en la existencia de una relación de equilibrio entre variables no estacionarias, por lo que los desequilibrios que se presentan son únicamente de corto plazo o transitorios. El concepto permite discriminar las relaciones de largo plazo realmente existentes de las espurias, con lo que se posibilita especificar relaciones de equilibrio entre variables económicas junto con relaciones de corto plazo (Ortuño *et al.*, 1996).

Según Engle y Granger (1987), las variables están integradas si todas son integrables del orden d ($d > 0$) y si existe una combinación lineal entre ellas que sea $I(d-b)$, donde $b > 0$. Al vector que da lugar a esta combinación lineal entre variables $I(d)$, de un orden de integridad menor, se le denomina “vector de cointegración”¹³⁸ (Ortuño *et al.*, 1996). Engle y Granger (1987) muestran que el procedimiento de mínimos cuadrados ordinarios produce resultados consistentes para los parámetros de la ecuación y también que las pruebas de hipótesis usuales no son válidas. También muestran que en el caso de dos variables la ecuación de cointegración está identificada por la condición de que es la única combinación lineal de las variables con varianza finita.

Cuando se encuentran relaciones de cointegración ello significa que si se tienen dos variables x_t y y_t que poseen raíces unitarias y la combinación lineal $y_t = \beta x_t + u_t$ es estacionaria, entonces los residuos son considerados como los errores o desviaciones de corto plazo respecto del equilibrio de largo plazo. De esta manera, las variables siguen una trayectoria similar en el largo plazo y no se desvían sistemáticamente en el tiempo (Loría, 2007).

138 El caso habitual es que $d=b=1$, por lo que las variables serán $I(1)$ y su combinación lineal será estacionaria.

De acuerdo con el procedimiento de cointegración propuesto por Engle y Granger (1987), se debe estimar una ecuación estática, es decir, todas las variables expresadas en el tiempo t , por MCO, a la cual se le denomina *regresión de cointegración*. Los parámetros estadísticos deben ser significativos y tener el signo correcto según la teoría económica. Los residuos obtenidos de la *regresión de cointegración* deben ser analizados posteriormente. Si éstos siguen un proceso estacionario, se puede afirmar que las series originales mantienen una relación estable o de equilibrio de largo plazo y, por lo tanto, están cointegradas.¹³⁹

Existen varios métodos sofisticados para comprobar la cointegración, como el método de Johansen y ADF. En el cuadro 22 se muestra los resultados de la prueba de raíces unitarias sobre los residuos mediante ADF. Para testar la cointegración sólo hay que estimar los residuos del modelo de regresión y pasar la prueba de Dickey-Fuller aumentada a los residuos estimados. Si se cumple H_0 , es decir que tienen un valor p menor a 0.05, entonces existe una relación de largo plazo. Como se observa no se confirma la H_0 . La prueba de Johansen ofreció el mismo resultado (véase cuadro 23). En ningún caso los residuos muestran estacionalidad, por lo que se puede concluir que no existe relación alguna de largo plazo entre los índices de las bolsas de valores y el crecimiento económico de la economía real en América Latina durante el periodo de estudio. En sí el resultado no debe sorprender, ya que en caso contrario esto significaría que no existiría la posibilidad de una diversificación (Brooks, 2002). El hecho de no encontrar cointegración entre las series cambia el objeto de estudio al sustituirse las series financieras por tasas de rendimiento, es decir, al hacer los análisis en primeras diferencias.

139 En otras palabras, se puede decir que si $u_t \sim I(0)$, entonces las series originales están cointegradas.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 22: Análisis de los rezagos de las series originales mediante ADF

		Argentina	Brasil	Chile	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-1.575401	-1.277154	-1.007547	0.803016
	1% level	-3.474567	-3.478547	-3.474567	-3.474567
	5% level	-2.880853	-2.882590	-2.880853	-2.880853
	10% level	-2.577147	-2.882590	-2.577147	-2.577147
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.492600	0.639100	0.749800	0.993800

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

El hecho de no encontrar relación alguna entre las series difiere de otros estudios. Nasseh y Strauss (2000) utilizaron el test de cointegración de Johansen para demostrar que el nivel de precios de las acciones de Francia, Alemania, Italia, Países Bajos, Suiza e Inglaterra están significativamente relacionados con la producción industrial, las denominados *business surveys of manufacturing orders* y los tipos de interés a corto y largo plazos. Las conclusiones a las que llegan estos autores señalan que en esas economías existía una fuerte relación de cointegración entre el precio de las acciones y las variables macroeconómicas tanto domésticas como internacionales. También Kwon (1999) investigó si la actividad económica de Corea del Sur puede explicar el rendimiento del mercado de acciones utilizando un test de cointegración. Los resultados empíricos de la prueba de cointegración muestran que el conjunto de las siguientes variables proporcionaba una relación directa a largo plazo de equilibrio con cada índice bursátil: IPI, tipo de cambio, balanza comercial y oferta de dinero M1 con frecuencias mensuales. No obstante, se debe añadir que en su análisis Kwon encontró que los índices de acciones no son un buen indicador líder de las variables económicas por separado, lo cual es inconsistente.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 23: Cointegración con un VAR mediante Johansen

Roots of Characteristic Polynomial

Endogenous variables: Bovespa, IGPA, IPYC, Merval

Exogenous variables: C

Lag specification: 1 3

Date: 11/19/07 Time: 09:54

Root	Modulus
1.072415	1.072415
0.901736 - 0.158773i	0.915608
0.901736 + 0.158773i	0.915608
0.641904 - 0.451735i	0.784924
0.641904 + 0.451735i	0.784924
0.104487 - 0.612581i	0.621429
0.104487 + 0.612581i	0.621429
-0.588687	0.588687
0.194455 - 0.550902i	0.584214
0.194455 + 0.550902i	0.584214
-0.356816 - 0.321629i	0.480378
-0.356816 + 0.321629i	0.480378

VAR does not satisfy the stability condition.

Fuente: Elaboración mediante E-Views con datos de Econometría.

Se puede concluir que, aunque existan mercados donde los mercados financieros cointegren en niveles con la economía real, para el periodo de estudio en Latinoamérica no es así. Parece que sólo en los países con mercados bursátiles muy desarrollados y con una alta diversidad de accionistas se ha encontrado una relación segura de relación de largo plazo. El caso coreano es raro, pues en él existe cointegración cuando se analizan todas las variables pero no hay cointegración cuando se analizan una por una en niveles.

Al sustituir las series por tasas de crecimiento, se volvió a analizar si existe una cointegración entre los rendimientos de los índices bursátiles y las tasas de crecimiento de las cuatro economías. En el cuadro 24 se muestran los resultados. Se encontró estacionalidad en los residuos, por lo que se puede concluir que existe una relación de largo plazo entre los rendimientos de las bolsas y las tasas de

crecimiento. De esta manera se ha encontrado una relación de largo plazo, por lo que es necesario analizar las desviaciones de corto plazo mediante el mecanismo de corrección de error que se analiza a continuación.

Cuadro 24: Análisis de los rezagos de las tasas de rendimientos mediante ADF

		Argentina	Brasil	Chile	México
		t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic	t-Statistic
Augmented Dickey-Fuller test statistic	Test critical values	-9.704995	-7.823176	-11.569440	-13.409820
	1% level	-3.473967	-3.477835	-3.473967	-3.473967
	5% level	-2.880591	-2.882279	-2.880591	-2.880591
	10% level	-2.577008	-2.577908	-2.577008	-2.577008
	Prob. (MacKinnon (1996) one-sided p-values)	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.2.4. Mecanismo de corrección de error (MCE)

En la estimación de una ecuación de largo plazo existen momentos de desequilibrio –justamente por el carácter aleatorio y complejo de las finanzas– de corto plazo respecto a la relación de largo plazo. De tal forma, puede utilizarse el *mecanismo de corrección de error* (MCE), que consiste en una especificación econométrica que permite vincular el análisis de equilibrio de largo plazo con la dinámica de ajuste de corto plazo, como una medida de desviación del equilibrio. En palabras de Intriligator (1990): “El hecho de que las variables estén cointegradas considera la existencia de un proceso de ajuste que evita que los errores crezcan en el largo plazo. Éste es el *modelo de corrección de error*”. De esta manera, las ecuaciones de corrección de error son usadas principalmente para analizar pronósticos de corto alcance¹⁴⁰ (Loría, 2007).

140 Tanto la cointegración como el MCE funcionan bajo la premisa básica de que la economía no es caótica y tiende a buscar equilibrios para un funcionamiento ordenado en el tiempo, con lo cual se acepta que, aun cuando pueda haber episodios de crisis, las economías no pueden mantenerse por tiempo indefinido en desorden. En palabras de Taleb (2008), esto significa que la economía se movería en “Mediocristán” y no en “Extremistán”, y por consiguiente, podríamos usar la campana de Gauss para hacer predicciones económicas, algo muy cuestionable.

De acuerdo con el Teorema de Representación de Granger, al existir cointegración entre las series es posible aplicar el MCE (Charemza *et al.*, 1999) de la siguiente manera:

$$\Delta y_t = \beta_1 \Delta x_t + \beta_2 \Delta u_{(t-1)} + \varepsilon_t$$

donde y = variable endógena, x = variable explicativa, u = residuales de la estimación original
 $y\varepsilon$ = residuos generados de la ecuación MCE.

El valor β_2 indica la magnitud del ajuste de cada periodo de la endógena respecto a su valor de largo plazo o, en forma más intuitiva, recoge el ajuste hacia el equilibrio de largo plazo. Por definición, la beta debe ser mayor a -1, ya que en caso contrario habría errores I(1), que indican que las series no están cointegradas (Loría, 2007).

Se utilizó un modelo de corrección de error como el propuesto por Wooldridge (2001) usando un solo rezago para las dos variables independientes, además de la β_2 del rezago. Al usar la bolsa como variable dependiente, no hubo un solo caso en que las variables independientes fuesen estadísticamente significativas, lo cual ha de concordar con los resultados que se obtuvieron en la sección 5.3.1. al calcular la causalidad de Granger, donde sólo existe causalidad de la bolsa hacia la economía real pero no a la inversa.

Cuadro 25: MCE entre las tasas de crecimiento del PIB y del índice bursátil

	Argentina	Brasil	Chile	México
Coefficiente MCE	-0.02182	-0.04712	-0.00040	-0.02796
Std. Error	0.00727	0.01233	0.01022	0.00669
Prob.	0.00320	0.00020	0.00080	0.00010
R-squared	0.94025	0.868723	0.960603	0.91399
Durbin-Watson stat	1.98152	1.951450	1.969353	2.089523

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

En el cuadro 25 se muestran los resultados obtenidos. Al igual que en Ortiz *et al.* (2007a), el término de error está cerca de 0, lo que significa que las discrepancias entre el corto y el largo plazos son muy pequeñas. La interpretación es la siguiente: en el caso de Argentina, el coeficiente del error

indica que alrededor del 2% de la discrepancia es reducida mes a mes; para el caso de Brasil hay un ajuste del 4%, en Chile el ajuste es menor al 1% y en México es alrededor del 3%. Con la excepción de Chile, todos los países se encuentran en un margen parecido. El coeficiente es significativo para los cuatro países al 1%, lo que es sorprendente. Todos muestran una elevada R^2 ; sin embargo, las DW de todas las regresiones son cercanas a 2, por lo que se puede descartar la espuriedad.

5.3. Modelación de la relación de las series de las bolsas latinoamericanas con la economía real

Desde la crítica de Lucas, la práctica econométrica ha avanzado en dos direcciones distintas: quienes utilizan los métodos econométricos y otros modelos para enfrentar la problemática cotidiana real, y quienes hacen teoría pura con base en sus preocupaciones académicas sin tener mucho compromiso con la actuación oportuna. Mientras que el segundo grupo reduce la complejidad del mundo e intenta explicarla en unas cuantas ecuaciones, con el argumento de que sólo son modelos y que éstos no son capaces de analizar el todo, por lo que sus análisis son válidos “únicamente a nivel teórico”, los primeros, redujeron la complejidad de la vida cotidiana mediante técnicas estadísticas a cualquier costo para tratar de analizar la vida real y pronosticar el futuro. El problema central para este primer grupo consiste en que –como señala Taleb–, si pronosticáramos el futuro de forma correcta, lo podríamos ya usar hoy; pero como no es así, se simplificó el pronóstico a métodos estadísticos que caracterizan la platónica “Mediocristán”, donde el ayer no se diferencia mucho del mañana, en vez de entender que estamos en “Extremistán”, donde la idea de la campana de Gauss es errónea por definición y las series se caracterizan por sus colas pesadas.¹⁴¹

En los próximos subcapítulos se tratará de demostrar que tal divergencia entre los dos grupos no es necesaria y que se puede armonizar usando las técnicas econométricas correctas para narrar los hechos y comprobarlos con los argumentos teóricos. Kant decía que la teoría sin empiria está vacía, pero la empiria sin teoría está ciega. Los *Vectores Autoregresivos (VAR)*, que surgieron en la década de los ochenta, muestran esta característica. Al ser modelos ateóricos con ellos es posible correr

141 Al lector interesado se le recomienda leer Taleb (2008), en específico los capítulos 14-18.

prácticamente cualquier variable contra otra, sin que esto tenga sentido. Por eso es necesario crear una buena combinación entre la técnica de series de tiempo y los argumentos provenientes de la teoría económica (Loría, 2007).

También es necesario exponer que el mundo real es demasiado complejo para que una sola técnica pueda explicar todo, por lo que se usarán una gran variedad de modelos, cada uno con sus ventajas, limitantes y desventajas. Creer que puede existir un modelo universal es platonizar el mundo y caer en la misma falacia de la ortodoxia teórica de varias escuelas de pensamiento, que creen que su modelización es la única correcta y no es posible usar otras alternativas econométricas, como si el mundo fuese binario, blanco y negro, cuando en realidad el mundo es un arcoiris.

5.3.1. Causalidad de Granger

A continuación se demostrará si los cambios en una variable pueden verse como una causa de los cambios en otra variable. En la sección anterior se probó mediante la regresión de cointegración que no existe relación de equilibrio o estable de largo plazo entre las series originales, pero sí entre los rendimientos, es decir, en las primeras diferencias. Sin embargo, la prueba de causalidad de Granger (1969) busca determinar estadísticamente si el pasado de la variable x contiene información que preceda al comportamiento de la variable y y que, por tanto, contribuya a explicarla de tal manera que:

$$\Delta y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^k \alpha_{1i} \Delta y_{(t-i)} + \sum_{i=1}^k \alpha_{2i} \Delta x_{(t-i)} + u_{1t}$$

$$\Delta x_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^k \beta_{1i} \Delta y_{(t-i)} + \sum_{i=1}^k \beta_{2i} \Delta x_{(t-i)} + u_{2t}$$

Ahora bien, puede ser que x ayude a predecir a y , como se muestra en la regresión anterior; es decir, se rechaza la hipótesis nula, pero hay que analizar también la forma inversa para ver si hay causalidad dual, lo cual dificulta la situación, ya que si y predice x , entonces es probable que una o más variables distintas estén “causando” los cambios observados tanto en x como en y (Pindyck *et al.*, 2001).

La causalidad de Granger es muy sensible al número de rezagos. Se encontró que para los cuatro países el número óptimo es de hasta 11 rezagos. La razón principal por la que 12 rezagos no son óptimos se encontró en un estudio (Brugger, 2009c) paralelo a este trabajo, en el que se utilizó un modelo SARIMAX. En ese estudio se encontró que en América Latina existe un efecto diciembre que genera grandes picos en los residuos, por lo que es importante olvidarse de ese doceavo mes. De hecho, los países que más problemas muestran –Brasil y Chile– son los que rechazan categóricamente los 12 rezagos, mientras que en Argentina casi se acepta al 5% y México no tiene problema.

En el cuadro 26 se encuentra el resumen de los resultados. El cuadro 26 muestra el estadístico F y su probabilidad en paréntesis. La hipótesis que se contrasta es que los coeficientes de las regresiones de Y sobre X , así como los de X sobre Y , son nulos para la variable de apoyo; es decir, que la variable X no aporta información para explicar a Y , o bien, que Y no aporta información para explicar a X . Si el valor del estadístico F supera el valor tabulado, se rechazará la hipótesis nula y, por tanto, se aceptará que X causa a Y o viceversa. Por último, se analizó la causalidad con las series en moneda original para saber si el tipo de cambio afecta, pero no se encontraron resultados distintos.

Sólo se encontró causalidad unidireccional del índice bursátil al PIB mensual; esto es, no se encontró causalidad en dirección opuesta. Esto significa que la bolsa influye en el desarrollo económico pero éste no influye en el desempeño de la bolsa. De alguna manera, esto sugiere que la bolsa no se basa en información pasada o presente sino en pronósticos futuros del desenvolvimiento de la economía real. Esto afirma los resultados de unidireccionalidad que obtuvieron los estudios de Christopoulos y Tsionas (2003), Hassapis y Kalyvitis (2002), Howells y Soliman (2003 y 2005) y Nasseh y Strauss (2000). Por su parte, este resultado rechaza los obtenidos por Apergis, Filippidis y Economidou (2007), Tuncer y Alovsat (2000) y Ortiz *et al.* (2007c), en los que existe una bidireccionalidad, así como el de Fama (1990), quien argumenta que la relación es exactamente en sentido contrario. Por último, es imposible afirmar o rechazar el muy significativo estudio de

Binswanger (2000) –quien encontró que el rendimiento de las acciones ha dejado de ser un buen indicador líder de la actividad económica de la economía real desde los años ochenta–, ya que el estudio presente no contempla un periodo tan largo.

Cuadro 26: Resultados de prueba de causalidad de Granger

		Argentina	Brasil	Chile	México
Causalidad de la bolsa a la economía real	12 rezagos	1.78199 (0.05877)	No hay causalidad	No hay causalidad	2.65066 (0.00353)
	11 rezagos	4.99838 (2.2E-06)	2.43215 (0.00948)	2.51102 (0.00700)	3.33439 (0.00049)
Causalidad de la economía real hacia la bolsa	11 rezagos ¹⁴²	1.13170 (0.34279)	0.88616 (0.55616)	0.63631 (0.79469)	1.14822 (0.33057)
Análisis con series en moneda original	Tanto con 12 como con 11 rezagos	No hay diferencia	No hay diferencia	No hay diferencia	No hay diferencia

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.3.2. Vectores autoregresivos

Los VAR han ganado mucha popularidad en los últimos años, principalmente por las restricciones y críticas que han recibido los modelos tradicionales. En especial, el carácter estático, los problemas de identificación, exogeneidad y simultaneidad, y en general, de pasar por alto las características estadísticas de las series, condujeron al desarrollo de la metodología de Sims (1980). Sims otorgó mayor peso a la naturaleza dinámica de los datos y subordinó los argumentos de la teoría económica. Sin embargo, con el tiempo comenzó a darle cada vez más importancia a la teoría económica y a las pruebas de especificación correcta para obtener estimaciones más robustas. Esto ha mejorado la propuesta de Sims y creado los modelos VAR (Loría, 2007).

La metodología VAR ha comenzado a tener mucho uso principalmente por la simplificación de muchos supuestos y restricciones que pedían los modelos de índole estructural. La simplificación más relevante es que deja de existir la asignación *a priori* entre variables endógenas y exógenas, y recupera de esta manera la dinámica original de las series de tiempo. Esto es más relevante en los estudios complejos, como lo es el caso de la presente tesis, donde existe interdependencia en todo momento

¹⁴² Por motivos de espacio se deja fuera el análisis con 12 rezagos; sin embargo, hay que mencionar que también se acepta la hipótesis nula.

tanto entre sus series como en factores externos que son difíciles de modelar, como el sentimiento de los inversionistas. Esto simplifica enormemente el estudio, ya que no es necesario establecer con anticipación la condición de exogeneidad-endogeneidad, pues define todas las variables como endógenas.

Sims partió del modelaje de un VAR general irrestricto –sin restricciones–, que consiste en regresionar cada una de las variables no rezagada respecto a todas las demás con varios rezagos a partir de:

$$Z_t = \sum_{i=1}^k A_i Z_{(t-i)} + \varepsilon_i$$

donde $Z_t = \begin{pmatrix} y_t \\ x_t \end{pmatrix}$

donde y_t y x_t indican endogeneidad en la especificación. También se asume que ε_t es un vector columna de errores aleatorios o innovaciones que se considera están contemporáneamente correlacionados pero no autocorrelacionados, por lo que no tienen una matriz de covarianzas diagonal (Charemza *et al.*, cap. 6). Como los modelos VAR sólo tienen variables rezagadas del lado derecho y éstas no van correlacionadas con el término de error, se estima cada ecuación mediante MCO (Loría, 2007).

Los VAR están estrechamente ligados con la cointegración que se analizó en la sección anterior por el teorema de representación de Granger, el cual indica que si existe cointegración debe haber necesariamente una representación de esta relación de largo plazo en una de corto plazo, que corrige el error que le es consustancial y evita que las series cointegradas se dispersen en el tiempo (Loría, 2007). Pero el teorema también plantea que la cointegración es una condición necesaria para que se pueda realizar un modelo de corrección de error, como se hará en la sección 5.3.4. De esta forma, se combina la idea de encontrar una relación estable de largo plazo con los ajustes estadísticos de los desequilibrios de corto plazo. De hecho, el análisis de cointegración resuelve el problema o desequilibrio original de

los VAR –el hecho de ser ateóricos y con poco fundamento teórico– con solvencia (Loría, 2007). Por no haber encontrado cointegración en las series originales se cambiará el estudio de series a rendimientos, es decir, se analizarán las primeras diferencias de las series originales, que sí cointegran.

Al comenzar a estimar el VAR se debe definir si las variables se estiman en niveles o en diferencias al conocer su grado de integración. Es importante recordar que si las series en niveles presentan el mismo orden de integración, habrá por lo tanto información histórica relevante que no se debe perder. En el caso actual se ha visto que las series son $I(1)$ y que no cointegran, por lo que se analizarán en primeras diferencias. Otro factor determinante es determinar el número de rezagos, por lo que es necesario evaluar uno a uno cada rezago hasta encontrar el número óptimo. Para ello se vuelve indispensable la contrastación de los criterios de información estadística con los resultados que genera cada especificación. La mayoría de los paquetes econométricos calculan un gran número de criterios estadísticos: prueba LR, error de predicción final (FPE), Hannan-Quinn, Akaike y Schwarz. En la presente tesis se utilizarán estos dos últimos criterios, que son los más utilizados cotidianamente. Por lo general muestran un resultado muy parecido o incluso idéntico, pero a veces pueden dar resultados muy distintos. En este caso se tomará el criterio que ofrece menos rezagos. Esto debido a que –como lo demuestra Loría (2007)– un incremento de rezagos disminuye R^2 .

Otra característica importante es la estabilidad dinámica del VAR, la que se puede observar mediante el valor de sus raíces características. Con esto se asegura que ante choques de corto plazo las variables regresen a su trayectoria de equilibrio de largo plazo. Si no se diera el caso, se tendría un modelo explosivo, lo que no tendría sentido económico. Para verificar, entonces, la estabilidad se deben analizar las raíces características λ_n , las cuales deben ser menores a 1 en su valor absoluto: $|\lambda_n| < 1$.

En el cuadro 27 se puede observar que el óptimo para los cuatro VAR fue de 11 rezagos, lo cual no debe sorprender en vista de lo mencionado en la sección anterior.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 27: Definición de rezagos para el VAR

	Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
Argentina	11	-947.1980	29.43972*	3375.099*	13.79442*	14.74311	14.17991*
Brasil	11	-1086.419	60.53101*	97664.17*	17.15786*	18.16247	17.56609*
Chile	11	-852.7923	127.7309*	909.5857*	12.48323*	13.43192*	12.86872*
México	11	-855.1101	34.13096*	939.3442*	12.51542*	13.46411	12.90091*
<p>* indicates lag order selected by the criterion</p> <p>LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)</p> <p>FPE: Final prediction error</p> <p>AIC: Akaike information criterion</p> <p>SC: Schwarz information criterion</p> <p>HQ: Hannan-Quinn information criterion</p>							

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

Después de haber definido de forma correcta el VAR, se debe analizar si pasa pruebas tan básicas como normalidad, heteroscedasticidad y estabilidad. En el cuadro 28 se muestran los resultados obtenidos para los países más representativos de América Latina. Tanto la normalidad como la heteroscedasticidad deben pasar las mismas condiciones como si fueran estimaciones medianero MCO, es decir, su probabilidad debe ser mayor a 0.05, lo que equivale a que el valor del estadístico F supere el valor tabulado, y entonces se rechazará la hipótesis nula de no normalidad o no heteroscedasticidad. La estabilidad, por su lado, analiza las raíces características, las cuales deben ser menores a 1, o dicho de forma geométrica, deben estar dentro del círculo.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 28: Pruebas de especificación correcta del VAR

		Argentina	Brasil	Chile	México
Normalidad	Jarque-Bera conjunta	8.006857 (0.0913)	6.504773 (0.1645)	12.44381 (0.0143)*	16.67677 (0.0540)**
Heteroscedasticidad	Chi-sq conjunto	156.4989 (0.0716)	148.2914 (0.1575)	138.5762 (0.3303)	160.1598 (0.0581)
Estabilidad	Roots of Characteristic Polynomial	No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.	No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.	No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.	No root lies outside the unit circle. VAR satisfies the stability condition.

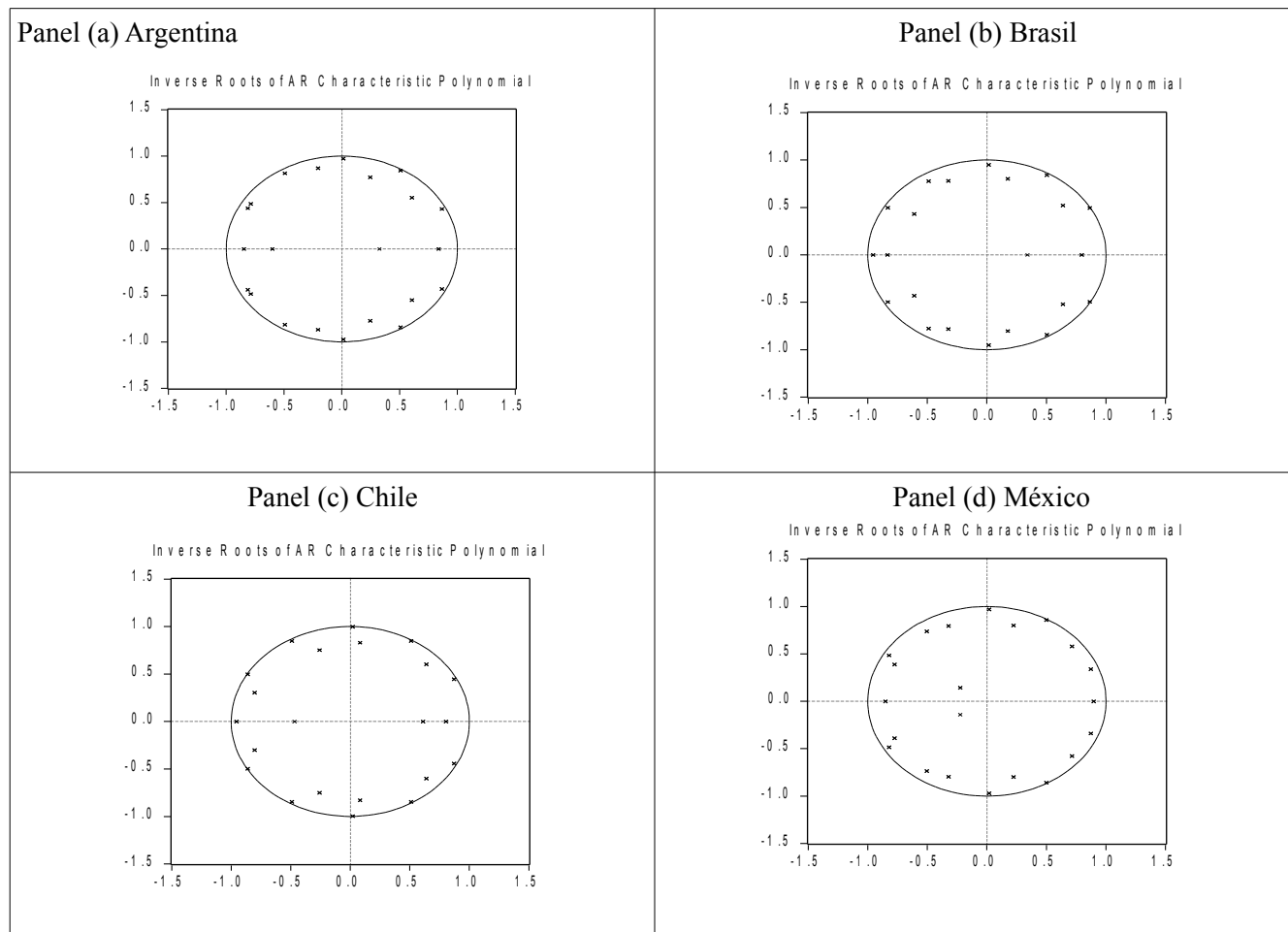
* Muestra problemas de Kurtosis: 12.1847 (0.00230).

** Muestra problemas en la asimetría estadística: 7.641913 (0.0219).

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

El cuadro 28 muestra que el VAR pasa las pruebas más relevantes al 1% y prácticamente todas al 5%. Se debe recordar que estas pruebas se basan en supuestos irreales, como el de la simetría estadística –como si en la vida real no pudieran existir momentos en que la distribución tuviese una asimetría positiva o negativa, tal como lo narra Taleb (2008) en su crítica sobre la distribución normal. Además, se debe considerar que se está analizando un periodo de crisis y contagios, por lo que es sorprendente que pase de tan buena forma las pruebas. Por otra parte, como lo muestran el cuadro 28 y la gráfica 15, los VAR son estables.

Gráfica 15: Círculo de raíces características



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.3.3. Análisis impulso-respuesta

El análisis impulso-respuesta es un instrumento útil para evaluar la congruencia y la sensibilidad dinámica de las variables especificadas en el modelo. Sin embargo, hay que tener cuidado de no tener covarianzas distintas a 0, es decir, errores correlacionados, ya que en ese caso sería imposible precisar la respuesta de las variables ante impulsos de variables específicas (Pindyck *et al.*, 2001).

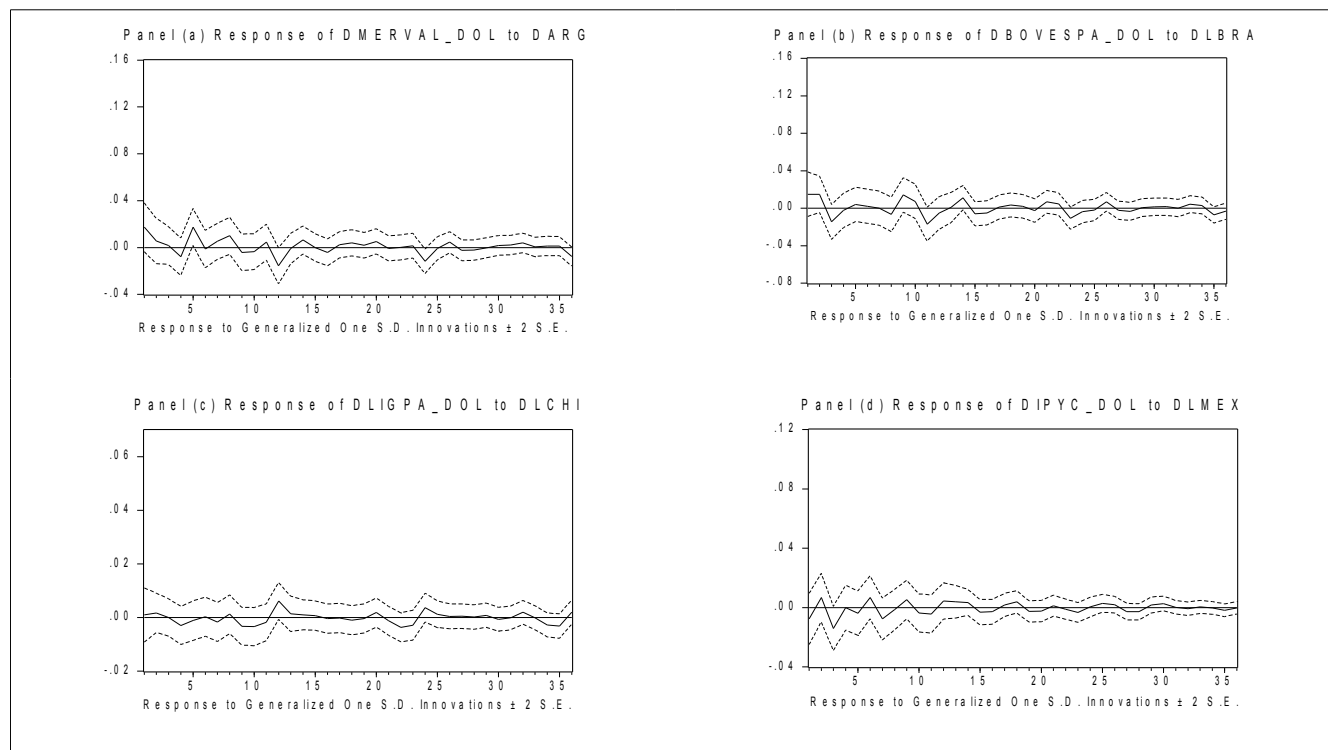
El análisis indica la respuesta dinámica de la variable dependiente en el VAR ante choques en los términos de error o innovaciones de todas las variables endógenas, excluyendo los efectos de las variables que expresamente asignamos como exógenas. Algo relevante es que la respuesta al impulso sólo puede ser calculada si el VAR se encuentra en equilibrio de largo plazo. Por otro lado, se debe considerar la longitud del choque, ya que si éste se considera muy corto no se pueden observar con precisión la evolución de los choques ni la estabilidad dinámica del VAR.¹⁴³ De esta manera, si el VAR es estable, una perturbación hará que el sistema salga de su trayectoria de equilibrio, aunque después de algunos periodos vuelva a él.

Una característica de este análisis es que, si se aplica la metodología original de Cholesky, el orden en la asignación de las variables es muy importante, ya que influye directamente sobre los resultados. Es decir, el modelo resuelve siguiendo la línea de causalidad que se asignó en la especificación. Sin embargo, en el presente caso se puede dejar de lado, ya que sólo se hará un análisis basado en dos variables.

Para los cuatro países se consideró tomar un intervalo lo suficientemente largo para observar el proceso completo hasta el ajuste. Por esa razón se consideró delimitar un periodo de observación de tres años –36 meses–. Aunque el análisis impulso-respuesta genera cuatro análisis –todas las variables contra todas–, sólo se estudiará el impulso generado por las bolsas de valores, ya que, como se mencionó en la sección de causalidad de Granger, es sólo esta relación la estadísticamente significativa. En la gráfica 16 se observan los cuatro casos. En el panel (a) se observa el caso de Argentina, en el panel (b) el de Brasil, en el panel (c) el de Chile y en el panel (d) el de México.

143 La estabilidad implica que las perturbaciones que sufren las variables deben desaparecer asintóticamente, es decir, que no exista ninguna raíz característica mayor a 1.

Gráfica 16: Análisis impulso-respuesta de los rendimientos de las bolsas y las economías latinoamericanas



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

En el panel (a), en el caso de Argentina los 36 meses son estadísticamente significativos al 5% y prácticamente todos al 1%. El impulso comienza positivo aunque decreciente durante los primeros tres meses, cuando impacta positivamente en el PIB; que en el cuarto mes se vuelve negativo, en el quinto mes otra vez positivo y después zigzaguea para llegar a la estabilidad. En este punto se destacan únicamente el mes ocho, cuando impacta positivamente, y el mes 12, cuando el impacto negativo es de consideración.

En el panel (b) se muestra el análisis impulso-respuesta del Bovespa para la economía brasileña. Al igual que en el caso argentino, prácticamente todos los periodos son significativos al 1% y todos son significativos al 5%. En los primeros dos meses existe una respuesta positiva de casi la misma magnitud, que se vuelve negativa en los meses tercero y cuarto. Posteriormente se estabiliza en 0 hasta

el noveno mes, cuando tiene un impacto positivo de casi la misma magnitud que durante los primeros dos meses, para después volverse negativo en el doceavo mes. Más tarde toma una forma zigzagueante para llegar a su punto estable.

En el panel (c) se muestra el impulso-respuesta del IGPA al PIB mensual de Chile. En este caso, todos los periodos son significativos al 1%. Aunque sí se puede observar alguna reacción en los primeros meses, los resultados son tan diminutos que no vale la pena analizarlos. De esta manera, se puede pensar que la bolsa chilena no afecta en lo más mínimo a la economía real, lo que contradice la creencia de que el mercado bursátil es esencial para el desarrollo, en especial, porque el mercado bursátil chileno es el más desarrollado en Latinoamérica.

Por último, en el panel (d) se representa el caso mexicano. También aquí todos los periodos son significativos al 1%. La respuesta, aunque sea muy débil –al igual que en Chile–, es interesante ya que es contraria a la de los demás países. Comienza en el primer periodo con un impacto negativo, que se vuelve positivo en el segundo mes y negativo en el tercero. Posteriormente comienza a desaparecer el impulso y zigzaguea hasta llegar a la estabilidad. Es así que se puede considerar que hay un atraso de la economía real respecto a la bursátil, aunque muy débil.

5.3.4. Análisis de descomposición de la varianza

La descomposición de la varianza es un estudio complementario al análisis impulso-respuesta que informa en distintos horizontes del tiempo el porcentaje de volatilidad que registra una variable por los choques de las demás. Es decir, indica la proporción del efecto que, en forma dinámica, tienen todas las perturbaciones de las variables sobre las demás. Separa la varianza del error de pronóstico para cada una en componentes que pueden atribuirse a cada una de las variables endógenas (Pindyck *et al.*, 2001). De esta manera es posible medir la volatilidad que le genera la variable endógena a la exógena en un momento específico.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

En el cuadro 29 se resumen los resultados para el primer y trigésimosexto periodo. Se observa que todas las variables tienen un fuerte comportamiento autoregresivo, en virtud de que después de 36 meses más del 90% de la varianza de cada variable se sigue explicando por ella misma, excepto en el caso de México. Además, ninguna de las variables pierde rápidamente capacidad explicativa con sus propios rezagos. Esto difiere significativamente de otros estudios que han analizado variables de la relación entre la economía real y la economía financiera, como por ejemplo el de Loría (2007), en el que incluso las variables que no pierden rápidamente significancia han perdido un tercio después de 15 trimestres, aunque no en México, donde se obtiene un resultado muy parecido. Como es irrelevante la relación de la economía real con la economía financiera, se dejan de lado dichos resultados. Sin embargo, a la inversa sí es relevante. En Argentina, el Merval sólo explica el 1.2% en el primer periodo y se incrementa a 7% en el periodo 36. En Brasil, por su parte, en el primer periodo el Bovespa sólo se explica el 0.9% y en el periodo 36 se explica el 7.27% de la varianza del PIB mensual. En Chile el IGPA explica en el primer periodo el 0.01% y en el periodo 36 el 3.32% de la varianza. Por último, en México el IPyC explica el 0.5% de la varianza en el primer periodo y 5.8% en el 36.

Cuadro 29: Descomposición de la varianza de la tasa de crecimiento del PIB y de los rendimientos bursátiles

	ARG	Merval	BRA	Bovespa	CHI	IGPA	MEX	IPyC
1 periodo	100	98.08517	100	98.81114	100	99.97552	100	99.41169
36 periodo	91.24916	91.91923	95.41204	92.22507	95.63607	96.43409	75.20432	94.36168

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Economática.

Otra manera de contrarrestar la correcta especificación del modelo consiste en revisar la magnitud del error estándar de cada ecuación para los periodos considerados; esto es, el grado de dispersión de las estimaciones puntuales obtenidas en muestras de un tamaño determinado. Un mismo estimador ofrece distintos valores para diversas muestras del mismo tamaño extraídas de la misma población. Por lo tanto, deberíamos tener una medida de la variabilidad del estimador respecto del parámetro que se trata de estimar. En el cuadro 30 se muestran los resultados. Observamos en primer lugar que el error estándar es mayor en la variable bursátil que en el PIB mensual, lo cual concuerda con la teoría. Sin embargo, sobresale la diferencia del error estándar entre el Merval, el Bovespa y el

IPyC contra el IGPA. Chile, donde se experimentan pocas turbulencias, tiene un error estándar mucho más bajo (6%) que el de las demás bolsas (Argentina, 12%; Brasil, 13%, y México, 10%). En el IPyC es donde más aumenta el error estándar, mientras que en el caso de las demás bolsas se mantiene estable. El alto valor del error estándar en las variables financieras coincide con el modelo de Loría (2007, 314-315).

Cuadro 30: Error estándar de la tasa de crecimiento del PIB y de los rendimientos bursátiles

	ARG	Merval	BRA	Bovespa	CHI	IGPA	MEX	IPyC
1 periodo	0.03569	0.12550	0.03823	0.13730	0.02555	0.06078	0.01646	0.10779
36 periodo	0.05921	0.13612	0.06353	0.14492	0.04913	0.06625	0.030253	0.14792

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Economática.

5.4. La modelación del contagio bursátil: el coeficiente de correlación lineal

El siguiente paso es analizar el periodo de estudio para saber cuando y en que magnitud sucedieron los contagios. En esta se mostrará la forma tradicional de medir el contagio bursátil mediante el coeficiente de correlación lineal. Para saber con exactitud el momento en que se genera el contagio bursátil en cada una de las bolsas, se compara el coeficiente de correlación lineal del periodo anterior a la crisis con el periodo posterior a la crisis entre las distintas bolsas. Hay que recordar que las crisis y sus correspondientes contagios bursátiles comienzan, por lo general, antes que el resto de las crisis financieras. También sucede que regularmente las bolsas no se contagian de forma instantánea, sino que a veces pueden pasar algunos meses hasta que exista algún contagio, como se puede observar en la crisis mexicana. La correlación ha sido un concepto estadístico fundamental en el estudio de las series financieras y es utilizado en varias áreas, como la gestión de portafolios y las decisiones de estructura óptima, el diseño de coberturas, la medición de riesgo financiero y la valoración de derivados (Vilariño, 2004).

Esta prueba es la más usada en los trabajos econométricos sobre el efecto contagio y es calculado para las rentabilidades de los activos supuestos protagonistas del contagio. Se supone que el coeficiente de correlación aumenta en el momento en que aparece el contagio respecto al momento anterior. El modelo se basa en que en momentos normales existe alguna relación estadística entre los dos o más entes que se mide con el coeficiente de correlación. En el caso de que exista un contagio este coeficiente aumenta.

El coeficiente de correlación lineal es una medida del grado de asociación lineal entre las variables X e Y. Se representa por r:

$$r = \frac{S_{xy}}{s_x \cdot s_y}$$

donde s_x y s_y son las desviaciones típicas de las variables X e Y, respectivamente, y S_{xy} es la covarianza muestral de X e Y, que se define como la media de los productos de las desviaciones correspondientes de X e Y y sus medias muestrales.

$$S_{xy} = \frac{1}{n-1} \cdot \sum_{i=1}^n (x_i - \bar{x}) \cdot (y_i - \bar{y})$$

El coeficiente de correlación tiene las siguientes propiedades:

1. r siempre está entre -1 y 1.
2. Si $r = 1$ o $r = -1$, entonces los puntos de la muestra están situados en línea recta (correlación lineal perfecta).
3. Si r está próximo a 1 o a -1, habrá una asociación lineal fuerte entre ambas variables.
4. Si r es cercano a 0, habrá una asociación lineal muy débil.
5. r no varía cuando en las variables se realiza un cambio de escala o de origen. Esto demuestra que r no tiene dimensión.

Al tener diferentes coeficientes de correlación de cada variable con el resto y consigo misma, se puede crear una matriz de correlación con cada elemento igual a:

$$r_{ij} = \frac{s_{x_i x_j}}{s_{x_i} \cdot s_{x_j}}$$

Creando una matriz antes del efecto contagio y una después del efecto contagio es posible hacer una comparación y observar si existe algún aumento en el coeficiente de correlación. En el presente trabajo se considerará que existe contagio si la correlación se incrementa por lo menos un 5 % respecto al periodo anterior a la crisis.

La fuga del capital bursátil comenzó en México a principios de octubre, por lo que se comparará la correlación¹⁴⁴ anterior de la crisis (septiembre) con la correlación posterior (octubre, noviembre,...). El cuadro 31 muestra los cambios del coeficiente de correlación de la crisis mexicana. La correlación con el Merval se incrementa explosivamente y luego disminuye, pero sigue de todas formas muy por encima del valor anterior, es decir, se contagió de forma inmediata, una sensibilidad de la bolsa característica en todas las crisis. El Bovespa se mantiene durante octubre casi igual pero se incrementa en noviembre en un 26%. El IGPA de Chile, por otro lado, disminuye su correlación con la Bolsa Mexicana durante octubre y noviembre –cuando consigue una correlación negativa¹⁴⁵–, pero en diciembre sufre un incremento del coeficiente significativo y queda contagiada.

144 Es importante mencionar que para calcular los coeficientes de correlación se utilizaron los cierres diarios durante el mes. Los días feriados o en los que la bolsa no haya trabajado se consideró usar el valor de cierre del día anterior. Esto puede generar resultados contrarios a los de otros estudios, en los que dichos cierres sin valor se estimaron mediante métodos de suavización como los pronósticos de caminata aleatoria o algún tipo de modelo GARCH.

145 Para un conjunto de datos, el valor r de este coeficiente puede tomar cualquier valor entre -1 y $+1$. El valor de r será positivo si existe una relación directa entre ambas variables, esto es, si las dos aumentan al mismo tiempo. Será negativo si la relación es inversa, es decir, cuando una variable disminuye a medida que la otra aumenta. Un valor de $+1$ ó -1 indicará una relación lineal perfecta entre ambas variables, mientras que un valor 0 indicará que no existe relación lineal entre ellas. Hay que tener en consideración que un valor de cero no indica necesariamente que no exista correlación, ya que las variables pueden presentar una relación no lineal.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 31: Correlación con la crisis mexicana

Bolsa	Septiembre	Octubre		Noviembre		Diciembre	
Bovespa	0.15	0.14	N	0.19	S	0.19	S
IGPA	0.55	0.11	N	-0.39	N	0.74	S
Merval	0.27	0.79	S	0.4	S	0.44	S

Fuente: Elaboración mediante E-Views con datos de Econométrica.

La crisis brasileña fue casi simultánea a la fuga de capital. Una explicación se puede encontrar en el capítulo 8 de *El retorno de la economía de la depresión*, de Paul Krugman (1999; 2008), donde se relata la forma en que la crisis rusa provocó una reacción de los *Hedge Fonds*, los cuales, urgidos de liquidez, sacaron su dinero primero de Brasil y posteriormente de otras bolsas, originando una enorme crisis bursátil y económica.

En el cuadro 32 se observan las correlaciones con las otras tres principales bolsas latinoamericanas. A diferencia de la crisis mexicana, donde las correlaciones se incrementaron pero se mantuvieron bajas, en la crisis brasileña el coeficiente de correlación aumentó a 0.99, lo que quiere decir que una caída de 1% del Bovespa provocaba una caída de casi 1% en todas las bolsas. Es interesante también ver que el IGPA se pudo recuperar después del mes de agosto. Esto se puede deber a que el mercado accionario chileno está, a diferencia de los demás, más diversificado en lo que se refiere a los tipos de inversionistas, por lo que los inversionistas institucionales habrán sacado su capital, mientras que los inversionistas nacionales aprovechaban las caídas de los títulos para incrementar y diversificar sus portafolios. No hay que olvidar que esta crisis no tuvo como origen, a diferencia de las otras dos crisis, un desequilibrio macroeconómico de alguna nación latinoamericana, sino que fue generada por el capital especulativo internacional y fomentado por los errores – intencionales o no– del FMI y del BM.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 32: Correlación con la crisis brasileña

Bolsa	Julio	Agosto		Septiembre		Octubre	
IPyC	0.45	0.98	S	0.76	S	0.87	S
IGPA	0.77	0.98	S	0.63	N	0.48	N
Merval	0.72	0.99	S	0.86	S	0.89	S

Fuente: Elaboración mediante E-Views con datos de Econométrica.

Por último, en el cuadro 33 se observan las correlaciones con la crisis argentina. Esta crisis es una de las más difíciles de describir. Argentina sufría desequilibrio macroeconómico desde principios de los años noventa, cuando el presidente Menem introdujo cambios estructurales con los cuales quería reformar al país. Estas reformas se podrían comparar con las realizadas en México durante el sexenio salinista y que adolecían de las mismas enfermedades: corrupción y nula visión de la nación a largo plazo. En el segundo mandato, algunas cifras macroeconómicas –en especial, el desempleo– empezaron a mostrar desajustes, que se incrementaron en 1998 cuando Argentina cayó en una recesión, la cual se mantuvo hasta el 2001 y empeoró aún más la situación, lo que se reflejó en las imágenes de los cacerolazos de diciembre de 2001 y en la famosa política financiera llamada “Corralito”.¹⁴⁶ La ventaja de analizar las crisis bursátiles es que la crisis se puede definir como un momento en el cual el índice cae continuamente, por lo que se puede analizar el Merval de forma gráfica. En el presente trabajo se consideró tomar la caída del 25 de enero del 2001 como el comienzo de la crisis bursátil.

En el cuadro 33 se observan las correlaciones con los otros tres mercados bursátiles. Para evitar problemas al medir el coeficiente se consideró tomar diciembre como mes comparativo con los meses que siguen a enero.¹⁴⁷ En febrero las tres bolsas muestran una gran correlación con el Merval, situación que se reduce ligeramente aunque siguen mostrando una alta correlación. Lo interesante es analizar el mes de abril. La bolsa chilena muestra una correlación negativa y la mexicana baja casi a la situación anterior a la crisis, mientras que el Bovespa observa todavía una gran correlación.

¹⁴⁶ Para frenar la fuga de capitales, el 3 de diciembre el gobierno limitó a 250 dólares la cantidad semanal que podía retirar cada ciudadano de su cuenta bancaria.

¹⁴⁷ También se ha analizado el coeficiente del 25 de diciembre al 24 de enero y no se encontró cambio significativo, pero al trabajar con índices mensuales, posteriormente se consideró tomar como punto de comparación el mes de diciembre.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

Cuadro 33: Correlación con la crisis argentina

Bolsa	Diciembre	Febrero		Marzo		Abril	
Bovespa	0.51	0.87	S	0.71	S	0.76	S
IGPA	-0.14	0.87	S	0.51	S	-0.51	N
IPyC	0.15	0.94	S	0.73	S	0.24	S

Fuente: Elaboración mediante E-Views con datos de Econométrica.

El cuadro 34 se presenta en resumen el resultado completo obtenido mediante el coeficiente de correlación lineal. Se dividen los periodos de contagio para las cuatro bolsas de valores y por las respectivas crisis y contagios.

Cuadro 34: Resumen de periodos de contagio

País	Total de meses de contagio	Efecto Tequila	Efecto Samba	Efecto Tango
Argentina	14 a 16	5	3 a 5	6
Brasil	11 a 16	4 a 5	4 a 8	3
Chile	13 a 14	4 a 5	5	4
México	16	6	5	5

Fuente: Elaboración mediante E-Views con datos de Econométrica.

5.5. Efecto contagio y su impacto en la economía real y en las variables financieras: el tipo de cambio y la tasa activa

En esta parte se analiza la significancia estadística de los contagios bursátiles en la economía real durante las tres crisis latinoamericanas: tequila, samba y tango. Por ello se generó una variable *dummy*, es decir, una variable binaria con 0 periodos sin contagio y 1 periodo con contagio. Los valores de contagio se toman del coeficiente de correlación lineal.¹⁴⁸ Se tratará de analizar si durante los momentos de contagio y, en consecuencia, con las fugas de capital golondrino fue afectada o no la economía real y financiera. Para saber si la variable contagio es significativa, se hará primero una prueba con las series bursátiles para demostrar así su significancia. Posteriormente se realizará un

¹⁴⁸ Se debe considerar que los contagios no comienzan al principio del mes, por lo que al usar datos mensuales se tuvo que probar empíricamente si los meses problemáticos se tomaban en consideración o no.

estudio con las tasas de crecimiento de los cuatro países. Como en el subcapítulo anterior ya se hicieron todas las pruebas estadísticas, en esta sección sólo se darán a conocer las variables más relevantes. En todos los casos los residuos generan ruido blanco, por lo que no influyen en la regresión.

5.5.1. Análisis de la variable contagio con los rendimientos bursátiles

En primera instancia se analiza si los contagios son significativos para las bolsas, por lo que se corre la variable dictónoma contra el rendimiento bursátil de cada país. En el cuadro 35 se muestran los resultados. Observamos que todos los coeficientes son negativos, algo que se esperaba, esto significa que en la aparición de un contagio el rendimiento es negativo, y con ello se confirman los resultados obtenidos por el coeficiente de correlación lineal. Por otro lado, todos, excepto el IGPA, son estadísticamente significativos al 5%, mientras que el IGPA lo es al 10%, algo que se podía esperar por las políticas de cuentas de capitales reguladas, además de tener mayor profundidad bursátil. El tamaño del error de ecuación es pequeño en todos los casos. La desviación estándar estimada de la dependiente, por su parte, también es pequeña.

Cuadro 35: Análisis Logit y Probit entre contagio bursátil y rendimiento bursátil

	Merval		Bovespa		IGPA		IPyC	
	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit
Coefficient	-2.83604	-1.700979	-2.86402	-1.70769	-4.664884	-2.91731	-4.95279	-3.06834
z-Statistic	-2.00872	-2.054395	-2.22234	-2.26742	-1.702099	-1.72092	-2.66353	-2.74302
Prob.	0.04460	0.03990	0.02630	0.02340	0.0887	0.08530	0.00770	0.00610
S.E. of regression	0.49406	0.49422	0.49221	0.49247	0.49683	0.496819	0.48882	0.48883
S.D. dependent var	0.343349	0.34335	0.28757	0.28757	0.28757	0.287573	0.32142	0.32142
Akaike info criterion	1.37089	1.37147	1.36495	1.36583	1.37972	1.379671	1.34546	1.34514
Schwarz criterion	1.39053	1.39111	1.38459	1.38546	1.399354	1.399306	1.36510	1.36478
Hannan-Quinn criter.	1.37887	1.37945	1.372927	1.373802	1.387695	1.387646	1.35344	1.35312

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

El modelo Logit es una función logística que está entre 0 y 1 para todos los números reales. Se trata, en ese caso, de una función de distribución acumulativa para una variable aleatoria logística estándar. Por su lado, el modelo Probit es una función que se basa en una distribución acumulada de la normal estándar que se expresa como una integral. Las dos funciones son crecientes, ya que si los números reales son $-\infty$ tienen un valor de cero y cuando van hacia $+\infty$ se obtiene un valor de +1.

5.5.2. Análisis de la variable contagio con las tasas de crecimiento del PIB

Lo que procede es investigar si estos contagios impactan en la economía real. De esta manera se dejará correr la variable dictónoma contra la tasa de crecimiento del PIB mensual. En ningún caso se encontró evidencia de que el contagio influyera en la economía real. Por lo general, la economía real tiene un retardo contra la fuga bursátil, por lo que se decidió utilizar un retardo. En el cuadro 36 se muestran resultados muy interesantes. Por un lado, los coeficientes negativos confirman el resultado obtenido de la causalidad de Granger, ya que significa que al aparecer un contagio (valor = 1) las tasas de crecimiento se vuelven negativas al mes siguiente. Sin embargo, en ningún caso se encontró significancia estadística al 5% y sólo Argentina es significativa al 10%. Todos los estadísticos z son muy bajos en su valor absoluto. De tal forma se debe desechar –usando la metodología Logit y Probit– la hipótesis H_0 de que los contagios bursátiles afectan directamente a la economía real. Debido a que no se obtienen respuestas congruentes, pues dependiendo del modelo econométrico éstas son distintas, se debe seguir analizando.¹⁴⁹ Esto coincide tanto con Vilariño (2004) como con Benhabib y Spiegel (2000), quienes encontraron que las relaciones dependen de las especificaciones de los modelos econométricos. Este hecho se puede ver con las modificaciones que hizo Harris (1997) al estudio de Atje y Jovanovic (1993) o Binswanger (2000) al estudio de Fama (1990), quienes usando el mismo modelo pero sin rezagos o simplemente cambiando de periodo se encontraron resultados opuestos a los

149 Un punto interesante es que si se usan las series originales y no las tasas de crecimiento (primeras diferencias de las series originales), se encuentra significancia estadística al 1% para los cuatro países y las pruebas de raíces unitarias descartan cualquier regresión espuria. De tal manera, no sólo importa el modelo econométrico sino también el objeto de estudio.

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

de los estudios originales. Por tal motivo y para confirmar dicho resultado, se analizarán en las siguientes secciones dos variables financieras: el tipo de cambio y la tasa de interés, que pudieron haber sido afectadas y que tienen repercusiones en la economía real.

Cuadro 36: Análisis Logit y Probit entre contagio bursátil y tasas de crecimiento del PIB

	Argentina		Brasil		Chile		México	
	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit
Coefficient	-4.62254	-2.85187	-3.59317	-2.26796	-2.39338	-1.52110	-0.61177	-0.38350
z-Statistic	-1.62885	-1.64789	-1.41211	-1.42164	-0.78798	-0.78975	-0.13404	-0.13404
Prob.	0.10330	0.09940	0.15790	0.16	0.43070	0.42970	0.89340	0.89340
S.E. of regression	0.49934	0.49934	0.49999	0.49998	0.49990	0.50065	0.50105	0.50105
S.D. dependent var	0.34335	0.34335	0.29823	0.29823	0.28757	0.28842	0.32142	0.32142
Akaike info criterion	1.39017	1.39020	1.39305	1.39301	1.39192	1.395173	1.39689	1.39689
Schwarz criterion	1.40981	1.40984	1.41377	1.41373	1.41156	1.414893	1.41652	1.41652
Hannan-Quinn criter.	1.398150	1.398178	1.40147	1.40143	1.39990	1.40318	1.40486	1.40486

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.5.3. Efecto contagio y su impacto en variables financieras: el tipo de cambio y la tasa activa

Existen dos variables fundamentales que son afectadas por las crisis bursátiles y que impactan de forma directa en la economía real: la tasa de interés y el tipo de cambio. La primera ha recibido un trato homogéneo en los países latinoamericanos –y asiáticos– durante el periodo neoliberal. Los gobiernos latinoamericanos trataron de atraer durante dicho periodo cuantiosas inversiones mediante el

rendimiento sobre los bonos del tesoro, pero al surgir una fuga de capitales incrementaban las tasas de interés para poder financiar su déficit público y para volver otra vez atractivos sus mercados para el capital financiero, tal y como lo recetaba el FMI.¹⁵⁰

El incremento de las tasas de interés libres de riesgo como los bonos del tesoro provocaba que la exigencia de rendimiento sobre todas las inversiones incrementaba. Estos cambios en los rendimientos provocaba, por la apertura y desregulación financiera, entrada masiva de capitales pero que en cada momento se podían ir si había otro mercado que ofrecía aún mejores rendimientos. Esto provocó que en las bolsas latinoamericanas se incrementara la volatilidad -como se había mostrado anteriormente- y de altos rendimientos. En términos populares se puede decir que mercados de valores se volvieron mercados casino. El problema fue que, como ya se había visto, este capital no generó nuevas OPI y, por el contrario, únicamente se invertía en los mercados secundarios de las bolsas de valores y en títulos de deuda gubernamental, con lo cual no se incrementaba ni la productividad ni la formación de nuevas empresas. El objetivo principal de los inversionistas era claro: buscar la mayor rentabilidad de títulos financieros del mundo (Centeno, 1997). En el caso mexicano, ya en 1992 el 72% de la inversión extranjera era bursátil. El problema principal con el capital golondrino es que es extremadamente volátil y puede “huir” ante cualquier ruido. En cada una de las crisis esto generaba cada vez más problemas para los gobiernos, que debían intentar mantener los capitales en el país con el aumento de la rentabilidad de los títulos. Esto implica, por una parte, que gran cantidad de proyectos ya no se puedan realizar, ya que el costo de capital se incrementa y su VPN se vuelve negativo, y por otra genera una reducción de la demanda, ya que un sector de la población se verá afectado al solicitar un préstamo ante el aumento de las tasas de interés. Si las empresas vendían productos de demanda

150 Esta política fue muy homogénea no sólo en América Latina sino en todo lugar donde hubiera una crisis, en gran medida promovida por el FMI, el cual propagaba una serie de soluciones unitalla (*One size fits all*) para todos los países en crisis. Entre ellas se encontraba reducir el déficit público, incrementar la tasa de interés, privatizar todas las empresas paraestatales, etc (Ugarteche, 2007; Brugger, 2008). De esta manera, se utilizó la tasa de interés para ofrecer rendimientos por encima de la competencia y atraer inversión extranjera bursátil. Los tecnócratas neoliberales creían que atrayendo grandes cantidades de capital al país, éste con el tiempo iba a ser invertido en nuevas empresas productivas, iba a abaratar el endeudamiento estatal y en situaciones de crisis fomentaría la confianza en los inversionistas (Ugarteche, 2007).

inelástica –es decir, poco sensibles al precio–, podían salir del problema incrementando los precios y volver a tener VPN positivos, transfiriendo de esta manera el costo del incremento de las tasas de interés a los consumidores, lo que generaba espirales de inflación.

La teoría financiera también sugiere que la bolsa impacta en la economía real porque en momentos de crisis se incrementa la escasez de dinero, por lo que nuevos proyectos no pueden ser financiados y tienen que ser pospuestos a un momento futuro. Por su lado, el efecto rebaño provoca que la salida de capital especulativo genere nerviosismo y aumente la volatilidad, lo que ocasiona que cada vez más gente huya de los países en vías de desarrollo para refugiar sus inversiones en países estables del Norte Global. Esto genera gran presión sobre el tipo de cambio de estos países, algo que ha estado sucediendo cotidianamente mientras se escribía esta tesis.¹⁵¹ Tomando esto en cuenta, se debe suponer que tanto el tipo de cambio como la tasa de interés debieron ser significativos para Argentina, Brasil y México y no significativos para Chile, la única economía de las cuatro que tenía políticas anticíclicas. Por disponibilidad de datos, se utilizará la tasa activa y no la tasa libre de riesgo. Hay periodos donde no existen datos de los bonos del tesoro, además de que Brasil ha cambiado de instrumentos durante las crisis, lo que podría generar ruido.

5.5.3.1. La política heterogénea de la política de tipo de cambio en la Latinoamérica neoliberal

El tipo de cambio también es afectado directamente (con la devaluación de la moneda local) por las crisis financieras y sus respectivas fugas de capital. Sin embargo, los países han tenido políticas muy distintas respecto a los tipos de cambio. Argentina, por ejemplo, mantuvo la paridad con el dólar hasta que se volvió imposible. Brasil, por su parte, aplicó una política mixta; es decir, en algunos periodos tuvo tipos de cambio libres y en otros un tipo de cambio fijo, con las pequeñas devaluaciones que se mencionaron anticipadamente. Chile estableció controles de capital que hicieron más estable el tipo de

¹⁵¹ El incremento de las tasas de interés y la devaluación del tipo de cambio afecta de varias maneras la macroeconomía. Otros síntomas son el incremento del costo de la deuda externa, además que encarece la emisión de deuda interna por la volatilidad. Las empresas son afectadas porque deben ofrecer los rendimientos de dividendos en moneda extranjera por lo que deben de alguna manera interna incrementar el rendimiento en moneda nacional, además que la mayoría de los grandes corporativos tienen pasivos en deuda externa a la que le deben hacer frente.

cambio; sin embargo, como se verá a continuación, tenía devaluaciones continuas. México, por su lado, a raíz de la crisis de 1994, cambió su política de tipo de cambio de régimen de deslizamientos con bandas fijas en el salinato a un tipo de cambio flotante o libre.

Por tal motivo se mostrará a continuación el tipo de cambio de los cuatro países. En la gráfica 17 se comparará el índice bursátil en dólares con el original, ya que refleja, por un lado, la devaluación del tipo de cambio y, por el otro, la forma en que varía el rendimiento:

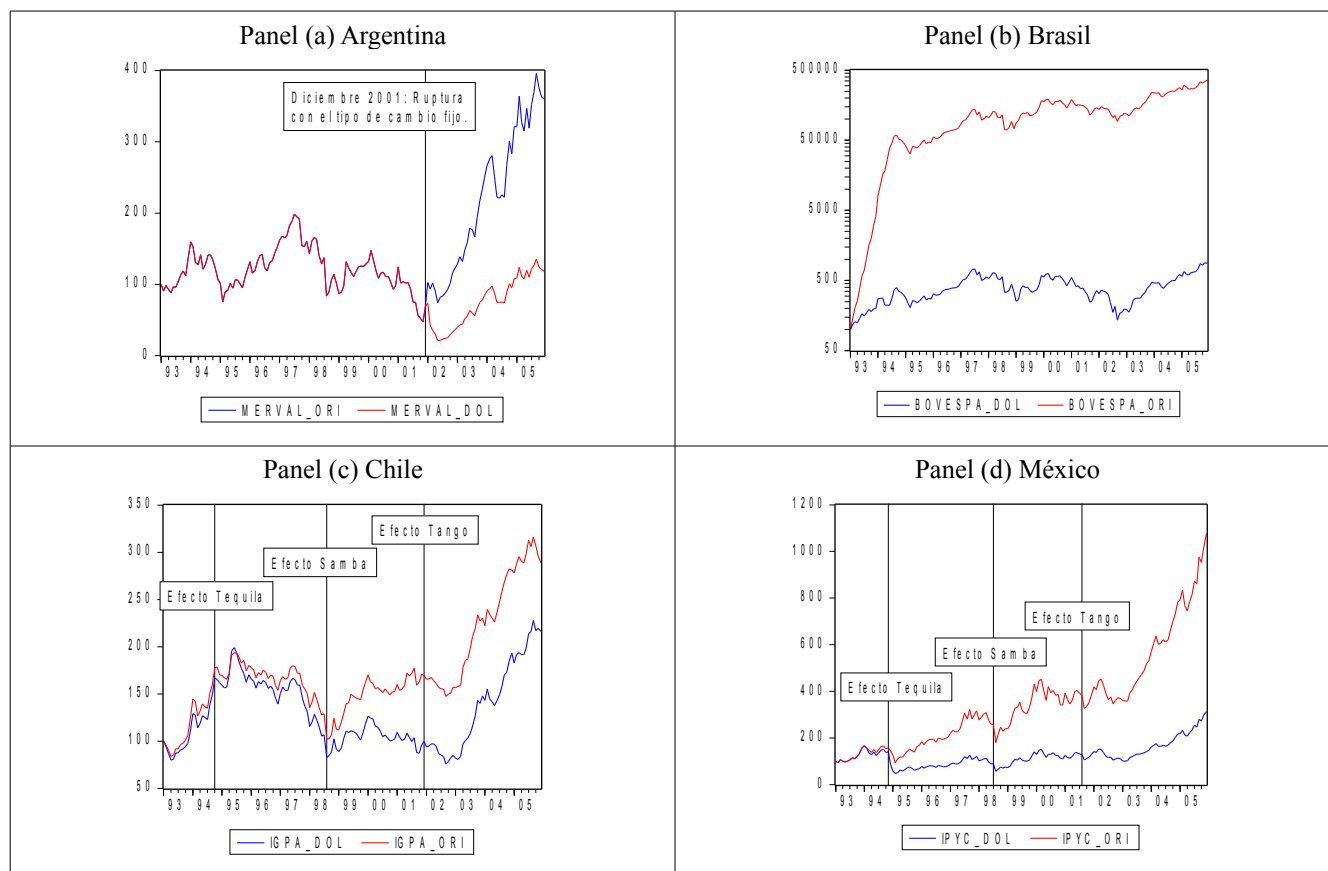
- Argentina: en el panel (a) se presenta el caso argentino, que fue especial porque mantuvo a lo largo de la década de los noventa una paridad fija con el dólar. Se observa que desde la crisis brasileña el índice Merval no tuvo ningún incremento de rendimiento significativo. Esto se debió a que Brasil, quien sí devaluó su moneda y era competidor directo en varios bienes de exportación, se volvió más competitivo que Argentina (Krugman, 1999). Este efecto fue tal que varios economistas argumentaron que la crisis argentina fue una consecuencia directa de la devaluación del tipo de cambio de Brasil y de la política impuesta por el FMI –quien seleccionó a los representantes argentinos en la Junta Monetaria– a la Argentina de mantener un tipo de cambio fijo.
- Brasil: en el panel (b) se muestra el caso brasileño. Brasil fue el último de los cuatro países en aplicar las políticas neoliberales, lo que se observa en la devaluación que seguía afectando en 1993. El índice Bovespa se incrementa de enero de 1993 (indexado como 100) a enero de 1994 (indexado como 7975) en 7975%. Sin embargo, utilizando el índice en dólares observamos un incremento de apenas 273%. Esto equivale a un incremento de casi 30 veces del tipo de cambio. Se observa que el Efecto Tequila tuvo poco impacto en el tipo de cambio para Brasil. Las caídas del índice original y del dólar no muestran gran diferencia, pero es muy distinta al Efecto Samba, donde se observa una diferencia considerable, al igual que con el Efecto Tango, que también tuvo una gran repercusión en el tipo de cambio.
- Chile: Chile (en el panel c) es, junto con Colombia, un caso especial en Latinoamérica por no haber liberalizado sus cuentas de capital y haberlas mantenido cerradas o restringidas. La idea central chilena era limitar la libre entrada y salida del capital especulativo. Aunque algunos

Capítulo 5. Econometría de la mundialización del capital y la nueva gobernanza financiera en América Latina: Análisis empírico del efecto contagio en la economía real

economistas argumentan que fue ésta la clave de la gran estabilidad de Chile, se observa que el índice IGPA presenta devaluaciones continuas pero no revaluaciones de la moneda, algo que sería normal. Sin embargo, en comparación con las que sufrieron las demás monedas, las devaluaciones son diminutas.

- México: el caso mexicano es contrario al chileno. El país utilizó una política de apertura total de capitales. Únicamente durante el salinato se mantuvo una política de bandas fijas de la moneda frente al dólar. Después de la crisis mexicana la moneda se devaluaba continuamente, como se observa en el panel (d). Mientras que el índice se incrementó de 100 en 1993 a más de 1070 en 2005, el rendimiento en dólares únicamente aumentó a 313%; es decir, aunque el índice original ofrecía un rendimiento promedio anual de 75%, éste sólo representaba un 16% anual en dólares.

Gráfica 17: Índices bursátiles en moneda original y en dólares



Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

5.5.3.2. Análisis estadístico de las variables de tipo de cambio y tasa activa mediante Logit y Probit

En esta sección se analiza el efecto que tiene el contagio en las dos variables financieras que impactan directamente a la economía real: el tipo de cambio y la tasa de interés activa. En el cuadro 37 se muestran los resultados obtenidos de la tasa activa.

Cuadro 37: Análisis de la significancia de la tasa activa

	Argentina		Brasil		Chile		México	
Coefficient	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit
TASA_ACTIVA	-0.095226	-0.047189	-0.006854	-0.004495	-0.061685	-0.035480	-0.029358	-0.017005
z-Statistic	-3.996646	-4.096780	-1.480198	-1.846874	-4.083509	-4.559597	-2.370137	-2.582313
Prob	0.0001	0.0000	0.1388	0.0648	0.0000	0.0000	0.0178	0.0098
Significante	Sí	Sí	No	No al 5%, si al 10%	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

Exceptuando a Brasil, en todos los casos la tasa activa es significativa. Todos los coeficientes tienen el signo correcto, negativo, lo que significa que cuando surge el contagio aumenta la tasa de interés, aunque los coeficientes son más bajos de lo esperado. Se observa que todos los países aplicaron las recomendaciones del FMI en cuanto a incrementar sus tasas de interés para generar confianza y volver a atraer a la inversión extranjera. Aunque en el trabajo se esperaba tener coeficientes arriba del 10%, sólo Argentina estuvo cerca. En Chile parece ser que no estuvo previsto mantener las tasas de interés congeladas en sus políticas anticíclicas, algo no esperado aunque explicable de un país dominado totalmente por la ideología monetarista desde los años setenta.

En el caso brasileño la tasa de interés no es significativa según el modelo Logit y significativa al 10% en el modelo Probit, por lo que se descarta. Esto quiere decir que el contagio no impactó directamente en el costo de financiamiento. Este resultado es raro, ya que se diría que Brasil no

cumplió con una de las principales condicionalidades del FMI: elevar la tasa de interés. Otra forma de interpretar, en especial por el resultado del modelo Probit, es que la tasa activa comenzó a ser relevante, pero que ésta sólo se incrementó lentamente, por lo que los periodos estudiados son demasiado cortos para percibir su impacto. Krugman (1999) describe cómo Brasil afrontó la crisis devaluando su moneda hasta terminar el 18 de enero en 2.10 reales por dólar, cuando había comenzado el año en 1.22 dólares. Aun con la devaluación, los funcionarios del FMI insistieron, en una reunión realizada con los funcionarios brasileños en la segunda mitad de enero para tratar el asunto del aumento de los intereses, en imponer sus políticas. De esta forma, lo que se puede concluir de un resultado tan ambiguo como el que se obtuvo en Brasil es que no era que los funcionarios brasileños se opusieran claramente a la idea monetarista del FMI de elevar las tasas de interés, sino que lo habían rechazado desde el principio, por lo que en el periodo estudiado del contagio bursátil ya no hubo influencia del incremento.

Cuadro 38: Análisis de la significancia del tipo de cambio

	Argentina		Brasil		Chile		México	
Coefficient	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit	Logit	Probit
DOLAR	-2.301550	-1.771910	-0.01670	-0.00910	-0.027402	-0.015028	-0.007110	-0.004105
z-Statistic	-1.046250	-1.334399	-4.307227	-4.915227	-3.298595	-3.811259	-4.441706	-4.921554
Prob	0.2954	0.1821	0.0000	0.0000	0.0010	0.0001	0.0000	0.0000
Significante	No	No	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

El cuadro 38 muestra el impacto del contagio en el tipo de cambio; en todos los casos se obtuvo el resultado esperado. Aunque el FMI promovió el tipo de cambio fijo para generar estabilidad a los países –algo que se puede considerar correcto, en especial cuando la producción industrial depende de importaciones–, esto debió haber sido replanteado cuando algunos países dejaron de aplicar dicha política por haber sobrevalorado su moneda. México rompe con la política de tipo de cambio al terminar el salinato y Brasil devalúa el real a finales de 1998 –introducido en 1994 por Fernando Henrique Cardoso para generar nueva estabilidad–. Sólo Argentina mantuvo durante la mayoría del

tiempo del estudio un tipo de cambio fijo, por lo que se esperaba que no fuera estadísticamente significativo, algo que se obtuvo en el cuadro 38. En Chile, por su parte, se observa que los contagios son significativos para explicar las devaluaciones, de tal manera que sí las hubo, aun con las cuentas de capitales reguladas, aunque los coeficientes fueron los más bajos de todos.

En los resultados obtenidos en los cuadros 37 y 38 se vio lo homogénea que fue la política de la tasa de interés promovida por el Fondo Monetario Internacional. Al igual que los países asiáticos en 1997, en las tres crisis latinoamericanas los países incrementaron las tasas de interés, con lo cual se debería volver a generar confianza en los inversionistas institucionales y a atraer el capital especulativo. Pero a diferencia de Asia, en América Latina parece que no hubo actos de rebeldía, como en el caso de Malasia y posteriormente en Tailandia, que se negaron a aplicar las medidas.

En cuanto al tipo de cambio, parece que la receta del FMI no se aplicó con tanto ímpetu. Lo que resulta sorprendente de los funcionarios del FMI es que no se hayan percatado del problema regional que iba a generar la devaluación del real en 1999. Al parecer, sucedió que los funcionarios del FMI llegaron a comprometerse de tal manera con la idea de que siempre se deben aumentar los tipos de interés para defender la moneda (Krugman, 1999), que no pudieron considerar otra medida ni ver qué impactos tan negativos iba a tener en otros países, en especial Argentina. Esta última fue doblemente afectada, ya que como competidora directa por los flujos de capital se vio desfavorecida por tener rendimientos más bajos que los de Brasil y al mismo tiempo su economía era menos rentable por el tipo de cambio, el cual se mantuvo fijo con el dólar. Se puede considerar, entonces, que la crisis argentina se debió en buena parte a las políticas erróneas del FMI en Brasil.

5.6. Panel de convergencia condicional

El último punto que se debe analizar es si las crisis financieras afectaron a la convergencia condicional. Se supone que los países de una región convergen en un estado estacionario a largo plazo. Las crisis financieras pueden pero no tienen que afectar esta convergencia, ya que mientras la crisis se mantenga

únicamente en la economía financiera y no pase a la economía real el PIB de los países no debe ser impactado. Sin embargo, como se vio en la sección anterior, todas las crisis han interferido en la economía real, ya sea de manera directa en el tipo de cambio –lo que se debió a la política errónea del FMI al imponer tipos de cambio fijos o por lo menos en bandas, y con ello generar una sobrevaloración con la gran entrada de capitales golondrinos y devaluación cuando, por el motivo que fuese, se fugaban– y en la tasa de interés, lo cual, según el modelo ortodoxo, traería estabilidad a las monedas que estaban bajo presión. Sin embargo, más que quitarle presión a las monedas, se produjo una fuerte presión sobre el aparato productivo, haciendo más caro el costo del financiamiento y menos rentables los proyectos.

Para la presente tesis se utiliza un modelo de panel, ya que tiene las ventajas del corte transversal y de la series temporales. En este análisis se utilizó la aplicación STATA 9.1. Existen dos procedimientos para estimar el modelo en un sistema de datos de panel: uno de ellos implica el reconocimiento de que las variables omitidas pueden generar cambios en los interceptos ya sea a través del tiempo o entre unidades de corte transversal, en este caso el modelo de efectos fijos trata de aproximar estos cambios con variables dummy; el otro modelo es el de efectos aleatorios, que trata de capturar estas diferencias a través del componente aleatorio del modelo. Los datos con el modelo de efectos fijos considera que existe un término constante diferente para cada individuo, y supone que los efectos individuales son independientes entre sí. Con este modelo se considera que las variables explicativas afectan por igual a las unidades de corte transversal y que éstas se diferencian por características propias de cada una de ellas, medidas por medio del intercepto. Es por ello que los N interceptos se asocian con variables dummy con coeficientes específicos para cada unidad, los cuales se deben estimar. A diferencia del modelo de efectos fijos, el modelo de efectos aleatorios considera que los efectos individuales no son independientes entre sí, sino que están distribuidos aleatoriamente alrededor de un valor dado. Una práctica común en el análisis de regresión es asumir que el gran número de factores que afecta el valor de la variable dependiente pero que no han sido incluidas explícitamente como variables independientes del modelo, pueden resumirse apropiadamente en la perturbación aleatoria. Así, con este modelo se considera que tanto el impacto de las variables explicativas como las características propias de cada banco son diferentes. Se usó la prueba Preusch-

Pagan para observar si el panel es de efectos fijos o variables. En el caso actual se rechaza la hipótesis alterna de que sean efectos aleatorios. El resultado dio que la mejor forma de estimar el panel era con efectos fijos (within estimator), es decir, el efecto individual está correlacionado con los demás regresores.¹⁵²

5.6.1. Convergencia condicional tradicional

Antes de comenzar a estudiar la importancia del sector financiero y su respectivo contagio, es necesario correr una regresión tradicional de convergencia condicional, como lo proponen Barro y Sale-I-Martin. En este sentido, la tasa de crecimiento de cada país está inversamente relacionada a la distancia que se encuentre de su propio estado estacionario. Se tratará ver si existe convergencia condicional durante el periodo de 1993 a 2005 entre las distintas economías. El resultado esperado, con base en el resumen de estudios vistos en el capítulo 3, es que el coeficiente sea positivo, es decir, que no exista evidencia de convergencia. En el cuadro 39 se muestran los resultados obtenidos de la regresión entre la tasa de crecimiento y el PIB.

Cuadro 39: Convergencia condicional tradicional

Dpib_r	Coef.	Std. Err.	t	P> t	95% Conf. Interval
pib_r	0.0006893	0.0001393	4.9500000	0.0004158	0.0009628
_cons	0.9187855	0.0174840	52.5500000	0.8844485	0.9531225

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Económica.

Se observa que el coeficiente es estadísticamente significativo al 1% y que el coeficiente β es positivo, lo que significa que no hubo convergencia en América Latina durante el periodo neoliberal. En el presente caso no sólo el coeficiente es positivo sino que también es estadísticamente significativo, por lo que existe evidencia de divergencia condicional.¹⁵³ Este resultado comprueba el que presentaron los estudios resumidos en el capítulo 3 de que no había habido convergencia durante la década de los

¹⁵² Se corrieron las mismas regresiones con efectos variables y se obtuvo el mismo resultado.

¹⁵³ En caso de que el coeficiente no hubiese sido significativo, no se podría argumentar de la existencia de divergencia.

noventa. Esto genera un resultado interesante para las políticas del Consenso de Washington, ya que aunque se aplicaron políticas muy similares en todos los países, éstos tuvieron resultados muy heterogéneos.

5.6.2. Convergencia condicional con bolsa de valores

El siguiente punto es analizar si los mercados financieros produjeron convergencia o si fueron de las variables que determinaron la no convergencia. Esta vez no sólo se corre la tasa de crecimiento del PIB contra el PIB, como se hizo en 5.6.1, sino que se incluye el rendimiento bursátil. Los resultados se presentan en el cuadro 40.

Cuadro 40: Convergencia condicional con bolsa de valores

Dpib_r	Coef.	Std. Err.	t	P> t	95% Conf. Interval
pib_r	0.0007563	0.0001453	5.2100000	0.0004709	0.0010416
bolsa_dol_r	-0.0000434	0.0000273	-1.5900000	-0.0000970	0.1120000
_cons	0.9187374	0.0174618	52.6100000	0.8844439	0.9530308

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Economática.

En el cuadro 40 se observa que el signo del coeficiente de la bolsa es negativo; es decir, que la β de la bolsa genera convergencia en América Latina. Sin embargo, el coeficiente es casi 0, por lo que la convergencia es muy ligera.. Sin embargo, el estadístico t es pequeño (-1.59), por lo que se debe tomar con cautela el resultado, ya que no es estadísticamente significativo al 5% y por poco no pasa al 10%. En algunos estudios, como en el de Odar Zagaceta (2002), se argumenta que es más importante el coeficiente que la significancia estadística. De esta forma, se puede argumentar que las bolsas de valores generan una ligera convergencia en los países latinoamericanos.

5.6.3. Convergencia condicional y el contagio

Por último, se analiza si los contagios financieros tuvieron un impacto en la convergencia. Esto sería posible ya que podría reducir las tasas de crecimiento y provocar una convergencia hacia un punto estacionario más bajo. En el cuadro 41 se muestran los resultados.

Cuadro 41: Convergencia condicional y el contagio financiero

Dpib_r	Coef.	Std. Err.	t	P> t	95% Conf. Interval
pib_r	0.0006908	0.0001395	4.9500000	0.0004169	0.0009647
periodo_contagio	0.0000120	0.0000449	0.2700000	-0.0000762	0.0001003
_cons	0.9184421	0.0175447	52.3500000	0.8839860	0.9528983

Fuente: Elaboración propia con datos obtenidos de CEPALStat y Economática.

La variable de contagio bursátil es no significativa por dos razones: *a)* el estadístico *t* es altamente no significativo y *b)* el coeficiente es positivo, lo que sería prueba de no convergencia si el estadístico fuese significativo. Si se le da más importancia a la significancia estadística, se puede argumentar que los periodos de contagio en la bolsa son no significativos en la convergencia de América Latina. Eso valdría para decir que la economía financiera no genera beneficios ni pérdidas para la economía real; sería como un mercado aislado donde unos pocos participan pero que no afectan a la economía, justificando la idea de casino bursátil. De tal manera, se aceptarían los argumentos de que las bolsas no impactan en la economía, como lo señalan Lucas (1988), Stiglitz (1985) y Singh (1997). Por otro lado, si se les presta más atención a los coeficientes, se notará que el coeficiente *periodo_contagio* es positivo pero cerca de 0, por lo que los contagios bursátiles genera divergencia, pero de forma muy lenta. Por otro lado, los mercados bursátiles, como se vio en la sección anterior, generan una convergencia también de forma muy lenta. De esta forma se confirmarían los resultados de Beck *et al.* (2000), Goldsmith (1969), King y Levine (1993a y 1993b), Levine y Zervos (1998), La Porta *et al.* (1997, 1998 y 1999), Levine (1998 y 1999), Levine *et al.* (2000) y Rousseau *et al.* (2000). Viéndolo de esta forma, se podría argumentar que las bolsas de valores ayudan al crecimiento y por consiguiente a la convergencia, pero de forma muy débil, y cuando se contagian se elimina la pequeña contribución que hacen. Sin importar cuál de las dos versiones se prefiera tomar, en ambos casos se

observa que las bolsas de valores no ayudan a desarrollar las economías latinoamericanas de forma significativa –sea por tener un coeficiente cerca de 0 y por no ser estadísticamente significativas–, lo que hace necesario repensar la función de los mercados bursátiles para el crecimiento económico.

Se puede concluir, entonces, que en América Latina no existe convergencia condicional entre las economías. Los resultados obtenidos en la sección 5.6.1. muestran que la variable PIB es estadísticamente significativa, pero el coeficiente no es negativo. Este resultado corrobora los mostrados en el capítulo 3 de Altamirano *et al.* (2005) y en Carrillo (2005), que durante la década de los noventa encontraron divergencia condicional. El hecho de que el coeficiente esté muy cerca de 0 puede significar que las economías están volviendo a converger; sin embargo, para afirmarlo será necesario esperar algunos años y observar los resultados de la primera década del siglo XXI.

Posteriormente se analizó la importancia de la bolsa de valores para la convergencia latinoamericana. Aunque el coeficiente es negativo, se encuentra muy cerca de 0; pero más preocupante debe ser que la variable es estadísticamente no significativa para la tasa de crecimiento. Lo mismo sucede si se analizan únicamente los periodos bursátiles contagiados, aunque el coeficiente tiene el signo esperado. Es decir, durante esos periodos no debería haber convergencia. Con estos resultados se puede concluir que las políticas de atracción de capitales financieros basadas en la interpretación del Consenso de Washington fueron en vano, ya que no resultaron significativas para las tasas de crecimiento de los países, ni generaron, a diferencia del modelo de sustitución de importaciones, una convergencia entre los diversos países de la región.

5.7. Conclusiones de los modelos econométricos

La hipótesis nula de la investigación es que las fugas de capital especulativo –medidas a través del contagio financiero– durante el periodo neoliberal impactaron de manera significativa en el bienestar social y en el crecimiento de la economía real latinoamericana, lo que generó una divergencia condicional en la región.

Como primer punto se debe resaltar que las técnicas econométricas pueden dar resultados distintos dependiendo del periodo a estudiar y la frecuencia de los datos. De esta manera el resultado de la presente investigación no es de ninguna manera definitivo. Un problema central que se encontró es que no todos los supuestos se confirman. Por lo tanto, tal y como lo critica Taleb (2007) el uso de distribuciones normales para la bolsa de valores es muy cuestionable. Por ejemplo, se ha visto que por lo regular hay asimetría positiva, es decir, lo que significa que hay más valores positivos que negativos. La curtosis, que es una medida de lo picudo o concentración en torno a la media de la distribución de probabilidad de una variable y que debería tener un valor de 3, era mayor a 3, por lo que las distribuciones son más planas que una distribución normal. Por último, se mostró que las desviaciones estándar son extremadamente grandes, lo cual indica que los puntos están lejos de la media o expresado de forma más sencilla que la variación o el promedio esperado con respecto a su media es muy distante.

Analizando las series mediante distintas técnicas econométricas se ha mostrado que no existe una relación de largo plazo entre las series bursátiles y la economía. Parece ser que a diferencia de las economías con mercados bursátiles desarrollados, donde si hay cointegración, en los países estudiados no existe tal. De esta manera el circuito financiero y el circuito de la economía real están divorciados, lo que justifica la crítica actual del capitalismo de casino. Al buscar causalidad entre las dos variables se supone que debe existir una bi-direccionalidad, ya que las utilidades generadas en la economía real afectan el precio de las acciones y el financiamiento que se obtiene mediante la bolsa permite invertir en el capital de las empresas, lo que genera las futuras utilidades. Sin embargo, sólo se encontró causalidad unidireccional de la bolsa hacia la tasa de crecimiento del PIB. Esto significa que la bolsa influye en el desarrollo económico pero éste no influye en el desempeño de la bolsa. Este hecho demuestra que el sector financiero domina al sector real, algo que se ha discutido ya con anterioridad en la presente investigación.

Al saber que la bolsa de valores influye en la economía real, se pasó al punto central de la investigación. Cómo afecta y de qué manera los contagios bursátiles a la economía real. El primer paso fue buscar los momentos de contagio. Se usó el coeficiente de correlación lineal para saber con exactitud el momento en que se genera el contagio bursátil en cada una de las bolsas. Como se definió el contagio como un incremento de la correlación entre dos o más bolsas durante “tiempo de crisis” en comparación a “tiempos tranquilos”, se esperaba obtener un valor cercano a 1 y con signo positivo. En los tres contagios -tequila, tango y samba- el coeficiente de correlación lineal incremento sustancialmente. Esto demuestra la susceptibilidad tan homogénea que han tenido los inversionistas institucionales, comportándose exactamente como lo predice la teoría del efecto rebaño del que se habló en la sección 2.2 y confirmando el estudio del FMI (2003).

Mediante técnicas probabilísticas de Probit y Logit se quiso saber si el impacto de los contagios era significativo para la economía real. De esta manera se dejó correr la variable dicotónoma contra la tasa de crecimiento del PIB mensual. En ningún caso se encontró evidencia de que el contagio influyera en la economía real. Este resultado dice que se debe desechar la hipótesis H_0 , ya que los contagios bursátiles no afectan directamente la economía real. Para tener mayor certeza de este resultado, se consideró analizarán adicionalmente dos variables financieras: el tipo de cambio y la tasa de interés, ya que éstas pudieron haber sido afectadas directamente por el contagio y haber repercutido posteriormente en la economía real. En lo referente a la tasa activa, en todos excepto Brasil, cuyo caso se describió con anterioridad, la tasa activa fue significativa. Todos los coeficientes tuvieron el signo correcto, negativo, lo que significa que cuando surge el contagio aumenta la tasa de interés. Se comprobó pues que todos los países aplicaron las recomendaciones del FMI en cuanto a incrementar sus tasas de interés para “generar confianza” y volver a atraer a la inversión extranjera. En lo referente al tipo de cambio se obtuvo para todos los países el resultado esperado. Argentina, Brasil y México usaban la política que les propuso el FMI, si bien ésta no era homogénea sino individual para cada país. Solamente Chile resalta en este hecho ya que seguía manteniendo controles de capital, algo muy aplaudido por el departamento de investigación del FMI pero rechazado por completo por el departamento de políticas económicas. En todos los casos – incluido Argentina en el efecto tango- el tipo de cambio sufrió por los contagios. Es importante resaltar como estas políticas del Consenso de

Washington y promovidas por el FMI pudieron durar tanto tiempo, en especial al haber tenido el ejemplo de Malasia que durante la crisis de 1997 restringió sus cuentas de capital y no elevó los intereses.

Para poder justificar si hubo convergencia condicional o no se elaboró un modelo de panel. Primero se corrió una regresión tradicional de convergencia condicional para verificar el resultado con otros estudios. El resultado mostró no sólo que el coeficiente era positivo sino que también era estadísticamente significativo, por lo que muestra que durante el periodo estudiado existe evidencia de divergencia condicional. Posteriormente, se analizó el panel incluyendo la variable de rendimiento bursátil, donde se obtuvo que la β de las bolsas genera convergencia en América Latina. Esto contradice el argumento de muchos críticos de que la apertura de cuentas de capital sólo generó mayor inestabilidad. Sin embargo, también hay que mencionar que el coeficiente es casi 0, por lo que esta ligera convergencia se debe evaluar con la enorme cantidad de capitales golondrinos que entraron y salieron de la región. Por último se incluyó la variable contagio, la cual fue no significativa por dos razones:

- a) el estadístico t es altamente no significativo, y
- b) el coeficiente es positivo, lo que sería prueba de no convergencia si el estadístico fuese significativo.

Como en la hipótesis nula se trata de demostrar la existencia o no de convergencia/divergencia, se considera más relevante el signo del coeficiente que el estadístico t . De esta manera se aceptaría la H_0 ya que el signo de β es positivo, lo que habla de divergencia. Sin embargo se debe tomar el resultado con cautela, ya que el estadístico t es no significativo.

Capítulo 6. Resumen y conclusiones

La historia muestra que la regulación diseñada para la última crisis no previene la siguiente; el endurecer las normas contables después de la burbuja de las TICs no sirvió para prevenir la burbuja inmobiliaria. Para evitar la próxima crisis, debemos mirar más allá de los detalles de la burbuja hipotecaria de hoy y ver hacia el sistema monetario subyacente que ayudó a fomentarla.

George Cooper (2008)

En el último capítulo de la investigación se muestran las conclusiones del presente estudio. Se comienza con un resumen de los primeros apartados y se finaliza con las recomendaciones que se consideran necesarias para organizar un sistema financiero más estable. Finalmente, se menciona una agenda para futuros estudios que se consideran relevantes como continuación de la presente tesis.

6.1. Resumen

Desde los comienzos del uso del dinero ha sido condenada la generación de rendimientos o su rendimiento excesivo. Tanto en las diferentes religiones como en la filosofía se ha condenado la *usura* por ser antinatural, por el hecho de hacer dinero con sólo prestarlo. Aristóteles afirmaba que se trata de un uso erróneo del dinero en sí, pues el dinero fue creado para el intercambio y no para ser incrementado mediante la usura. Platón, incluso, lo consideró un problema político, argumentando que el hecho de hacer dinero mediante dinero enfrenta inevitablemente a una clase con otra y, por tanto, la usura es destructiva para el Estado. Mientras que en la antigüedad se condenaba cualquier ganancia de capital esto se ha debilitando con el tiempo, aceptando el derecho de poder exigir un rendimiento aceptable por prestar dinero. De esta manera, no se condena la ganancia de capital sobre una inversión bursátil si ésta se justifica por el riesgo –medido mediante la β – de la empresa. Sin embargo, las ganancias de capitales excesivas alejadas de cualquier realidad de la economía real han sido y siguen siendo condenadas.

La historia de la bolsa comienza con el relato que se tiene es el de la familia patricia van der Beurse quienes pusieron una pensión para comerciantes que se convirtió en el punto central del intercambio de la región. Los tres monederos en el escudo de la pensión se volvieron tan famosos, que se les empezó a denominar como “bolsa”, nombre con el que hasta el día de hoy se conoce. El capital especulativo tuvo así una modificación: mientras que con la usura tradicional se definía un rendimiento ex-ante con las bolsas de valores este rendimiento ya sólo podía ser definido ex-post. Empezó pues la era de la importancia de la información: las empresas hacían cualquier cosa para poder influir en el precio de las acciones, desde lo legal -como la ingenierías financieras- hasta lo ilegal -como comprar a reportes que escribían sobre las inmensas ganancias futuras, la intervención de los gobiernos prohibiendo competencia, las noticias negativas y permitiendo fraudes contables-. Desde entonces todas las crisis bursátiles han tenido y siguen teniendo características muy similares: una euforia que se incrementa a toda costa hasta que surgen un cansancio que reduce el incremento del precio y que genera el pánico. El Estado en sí, con la excepción prusiana, jamás intentó regular el mercado bursátil. Únicamente en situaciones de crisis, cuando el momento lo requería, hubo intervención reguladora.

Si bien estas intervenciones generaban leyes para evitar que se repitiera dicha situación, la avaricia humana ha imposibilitado evitar las crisis financieras. Los inversionistas tanto institucionales como individuales siempre han estado y seguirán estando en busca de algún punto débil del sistema. Tal como dice Cooper (2008) la historia sugiere que las regulaciones de una crisis pasada no evitan la siguiente. Todos los intentos de evitar una nueva burbuja como la que estallo en 2001 de las TIC no pudieron evitar la burbuja inmobiliaria y la crisis suprime. El sistema contable US GAAP fue introducido como la contabilidad a prueba de fraudes, sin embargo, hoy en día es simple y llanamente un sistema de contabilidad más con una infinidad de problemas. La única forma para prevenir nuevas crisis es poner en duda el concepto del sistema monetario subyacente que no sólo ha facilitado las crisis bursátiles estudiadas en esta investigación sino todas las crisis especulativas en la historia habidas y por haber.

Desde el siglo XIX y hasta la Gran Depresión, la ideología económica preferente se basaba en el optimismo de Ricardo acerca del libre cambio. Se consideraba que hacia afuera el modelo iba a provocar una convergencia entre las economías desarrolladas y las menos desarrolladas debido a la división internacional del trabajo y al comercio exterior. Fue así como surgió la era del “libre mercado”, que fue desde 1846 hasta la Gran Depresión del siglo XX. El volumen del comercio exterior mundial se incrementó 25 veces entre 1800 y 1913 con dos etapas muy claras: 1850 y 1870. Los flujos de capital comenzaron a tener tamaños inimaginables para su época. Los ingleses exportaban cada año entre el 5 y el 7% de su PIB en capital financiero para comprar bonos y acciones de empresas en todo el mundo y los bonos de países emergentes emitidos en el London Stock Exchange representaban entonces el 50% del PIB del Reino Unido. En América Latina, la Gran Depresión propició que los flujos financieros desaparecieran casi por completo. De tal manera, la región se vio obligada a promover una nueva forma de desarrollo: el estructuralismo cepaliano. Durante este periodo el capital especulativo era irrelevante. Los países implementaron una política de represión para limitar el crecimiento de las bolsas de valores. Esto se mantuvo así hasta que en la década de los setenta aparecieron los Chicago Boys en Chile. Una década más tarde, su ideología monetarista se impuso en prácticamente toda América Latina. Debido a la crisis de la deuda, en la década de los ochenta la mayoría de los países latinoamericanos comenzaron un proceso de reforma económica que es conocido como la “era neoliberal”. Aunque la duración y la profundidad de este proceso varió de país en país, sus principios básicos fueron muy similares en todos ellos: disciplina fiscal y monetaria, desregulación financiera y libertad para que las fuerzas de mercado determinaran la alocaación y distribución de los recursos. Para generar otra vez crecimiento en América Latina, en noviembre de 1989 John Williamson formuló un decálogo de puntos que hoy se conocen como el Consenso de Washington. Se promovió una apertura descarada de los mercados financieros al eliminar toda restricción a los movimientos de capital. Según la teoría neoclásica, la entrada de estos capitales iba a traer crecimiento y el consiguiente convergencia de estas economías con el resto del mundo.

Sin embargo, la desregulación financiera no trajo la inversión en activos fijos o capital financiero de largo plazo, sino más bien una inversión en cartera con características especulativas, la que comúnmente se ha denominado “capital golondrino”. Esto generó más de una década de inestabilidades financieras. Los mercados financieros desregulados no promovieron el crecimiento,

como lo habían sostenido varios teóricos; por el contrario, entraban y salían flujos de capitales a diestra y siniestra sin resultado alguno. Esto creó un mercado accionario importante en Latinoamérica que no tenía volumen propio y que dependía de los flujos de capital externos. La capitalización total de los mercados de la región equivalía solamente a cerca de 30% del PIB, algo que su contraparte asiática hizo mucho mejor, ya que alcanzó el 100% durante el mismo periodo. Así, en Argentina, Brasil y México –que en conjunto sumaron dos tercios de la capitalización de mercado de la región– el número de empresas que cotizaban en la bolsa se redujo desde 1987. Solamente Chile logró generar profundidad en el sector bursátil.

Hubo intentos de modelar las crisis y los contagios bursátiles con modelos de primera generación –que se basaban en que los fundamentos económicos eran los responsables de las crisis– y de segunda generación –cuyo argumento es que las expectativas de los agentes económicos son las que generan los desequilibrios–. Pero estos modelos no han podido responder a todas las preguntas, por lo que aparecieron los modelos de tercera generación, los que consideraron variables de distinta índole, desde las macroeconómicas, pasando por las financieras y hacendarias, hasta las políticas y antropológicas. Los estudios han analizado el efecto contagio como la manifestación de una disfunción de los mercados financieros. Los contagios bursátiles han tenido una gran revelancia en el estudio debido a que: *a)* la liberalización financiera ha incrementado significativamente la cantidad de flujos de capital bursátil externo e interno. Estos capitales, por su naturaleza, buscan la ganancia especulativa, y por ello compran los títulos que mayor rendimiento les ofrecen por un riesgo dado; y *b)* los gobiernos dejaron de lado su función de ser promotores de nuevas empresas, e impiden así a los nuevos emprendedores contar con la posibilidad de acceder a estos capitales. Es por ello que en la mayoría de los países del Sur –algunas excepciones son Corea del Sur y Taiwán– el proceso productivo y el proceso financiero han quedado completamente separados. Al no haber proyectos productivos que financiar (mercado primario), los inversionistas sólo a invertían su capital en el mercado secundario, lo que generaba enormes flujos de capital bursátil que fluían de una bolsa a la otra pero que no financiaban OPIs.

Otra conclusión que se ha obtenido de la década de los noventa es que las crisis han impactado más en los países llamados en “vías de desarrollo” que en los industriales, aunque estos últimos no están exentos, como lo demuestra el pánico financiero actual. A los países en vías de desarrollo les afecta más los movimientos de los fondos de inversión, pensión, de cobertura, etc. que crean el efecto rebaño en los demás inversionistas, lo que fomenta los contagios financieros. Además, el efecto refugio provoca que los ahorradores nacionales conviertan sus divisas a divisas duras, como el dólar. Así, el peso mexicano, que era considerado una moneda de las más estables en la primera década del siglo XXI, se devaluó aproximadamente un 50% en menos de seis meses (2008-2009). Las calificadoras influyen también directamente en este problema porque pueden direccionar los flujos de capital especulativo con sus cambios de calificaciones, algo que ha sido severamente criticado por el FMI desde la crítica asiática.

Las innumerables crisis que provocaron una circulación de flujos de capital sin regulación alguna generaron una infinidad de propuestas en la segunda mitad de los noventa para reformar nuevamente la AFI. Un punto central en estas propuestas fue la inclusión de las calificadoras. La falta de regulación, la alta concentración de las empresas calificadoras y la estrecha relación con los clientes crearon uno de los principales problemas de los mercados financieros. De hecho, esta discusión sigue, y en la cumbre del G-20 del 15 de noviembre del 2008 se propuso crear una instancia reguladora para las calificadoras, declaración que repitió el 2 de abril de 2009, pero sin mencionar una propuesta concreta.

La importancia del sector financiero en el desarrollo económico y la convergencia ha sido principalmente estudiada para proponer o imponer políticas de liberalización financieras. El argumento principal ha sido que estas reformas incrementarían tanto el ahorro como la inversión. Se señaló la importancia de las estructuras financieras para fomentar el desarrollo ya que existe una relación positiva entre el sector financiero y el crecimiento económico. Los sistemas financieros reprimidos inhiben el crecimiento puesto que los mecanismos de ahorro son ineficientes, los intermediarios financieros no pueden seleccionar de forma eficiente entre las alternativas y las empresas son desalentadas de llevar a cabo inversiones, porque la represión financiera reduce los rendimientos a las inversiones e incrementa su incertidumbre. Para poder confirmar o rechazar tal afirmación se hizo un

conjunto de modelos econométricos. En las tres crisis latinoamericanas estudiadas se observa un incremento en el coeficiente de correlación entre las bolsas, por lo que se puede concluir que en crisis hubo contagio bursátil. Inclusive, hubo periodos en los que la correlación llegó a ser de 0.99, lo que significa que un cambio del 1% en X conlleva a un cambio de casi 1% en Y. De los tres contagios, el efecto tequila fue el más representativo, seguido por el efecto samba, y el más débil fue el efecto tango. El caso chileno también es interesante de analizar, ya que los periodos de contagio –exceptuando el efecto tequila– no son continuos. Al parecer, las cuentas de capitales reguladas servían para dificultar las fugas de capital golondrino, pero no para evitarlas por completo.

La primera pregunta que se tuvo que responder es sobre la existencia de causalidad entre la bolsa y la economía real. Se utilizó la causalidad de Granger pero sólo se encontró causalidad unidireccional del índice bursátil al PIB mensual, es decir, no se encontró causalidad en dirección opuesta en los cuatro países. De tal forma, se debe concluir que la existencia de causalidad entre bolsa y economía real existe, pero la causalidad inversa depende de la especificación del modelo, de las variables y del periodo de estudio. Para observar si la bolsa y los contagios bursátiles afectaban a la economía real, se comenzó con un moldeo de cointegración entre los rendimientos bursátiles y la tasa de crecimiento del PIB. Se encontró estacionalidad en los residuos, por lo que se puede concluir que existe una relación de largo plazo. El hecho de haber encontrado esa relación de largo plazo hizo necesario analizar las desviaciones de corto plazo mediante el mecanismo de corrección de error. El término de error estuvo cerca de 0, lo que significa que las discrepancias entre el corto y el largo plazos son muy pequeñas; expresado de otra manera, los desajustes de corto plazo se corrigen rápidamente en el largo plazo.

En el primer trimestre los VAR muestran una respuesta positiva que rápidamente se vuelve negativa tanto para Argentina como para Brasil. México, por su parte, comienza con una respuesta negativa que se vuelve positiva después de unos meses. Por último, en Chile parece que no hay respuesta de un impulso bursátil en la economía real. De esta manera, se puede concluir que en México la economía reacciona con un ligero atraso al impulso, mientras que en Argentina y Brasil la respuesta es inmediata a la bolsa. En el análisis de descomposición de la varianza se observó que todas y cada

una de las variables tuvieron un fuerte comportamiento autoregresivo, en virtud de que después de 36 meses más del 90% de la varianza de cada variable se seguía explicando por sí mismo, excepto para el caso de México. Ninguna de las variables perdió rápidamente capacidad explicativa con sus propios rezagos.

Con los modelos de Probit y Logit se trató de ver en qué medida los rendimientos de las bolsas de valores y los contagios bursátiles afectaban a la economía real. Pero en ningún caso se encontró significancia estadística. De tal forma se analizó el impacto que tuvo el contagio en otras variables financieras, como el tipo de cambio y la tasa de interés. Con la excepción de Brasil, en todos los casos la tasa activa fue significativa y tenía los signos correctos. Cuando surgía el contagio los países aumentaban la tasa de interés, como lo proponía el FMI, para evitar que los inversionistas retiraran su dinero. Brasil fue un caso atípico, porque en enero de 1999 trató de evitar el incremento a su tasa de interés, algo que unas semanas más tarde sí hizo. En lo que se refiere al tipo de cambio, los países aplicaron políticas distintas y sólo Argentina mantuvo el tipo de cambio fijo hasta ya no poder, como lo había recomendado el FMI. Tanto Brasil como México sufrieron devaluaciones en cada uno de los contagios y a Argentina le fue igual en el momento en que abandonó el tipo de cambio fijo. Se pensó que las cuentas de capital cerradas iban a proteger a Chile de las devaluaciones; sin embargo, se observó que los contagios también fueron significativos para explicar las devaluaciones.

Por último, se analizó la convergencia condicional en América Latina. Para evitar interpretaciones erróneas por falta de variables, se consideró analizar primero de la manera acostumbrada la convergencia condicional durante el neoliberalismo. Como resultado, se obtuvo que los cuatro países más relevantes de América Latina no tuvieron convergencia durante dicho periodo. Se analizó entonces la importancia de la apertura del sector bursátil. Interesantemente, y en contra de casi todo pronóstico, el signo del coeficiente fue negativo; es decir, la β de la variable generó convergencia en América Latina. Sin embargo, el coeficiente fue muy pequeño, casi 0, por lo que la pequeña convergencia que logró se debe poner al lado de los enormes flujos de capital financiero que entraron al país. Finalmente, se analizó el impacto del contagio financiero, donde tanto el estadístico t fue no significativo y el coeficiente positivo. Se concluye, pues, que las aperturas de los mercados bursátiles,

en el mejor de los casos, generaron un poco de convergencia y que los contagios bursátiles generan divergencia condicional. De tal forma, el modelo nos dice que los mercados bursátiles no generaron beneficios ni pérdidas para la economía real de largo plazo. Eran como un mercado aislado, demostrando que las bolsas no tienen profundidad alguna y que por consiguiente no afecta de manera importante a la economía real. Por tal razón debería aceptarse la aseveración de Lucas (1988) de que las bolsas no impactan en la economía.

Observando estos resultados surge la pregunta de por qué ha recibido tanto apoyo la liberalización financiera. Se entiende que los agentes que trabajan dentro del circuito financiero la hayan promovido, ya que las bolsas de valores han generado un rendimiento superior al de las economías reales de los países estudiados. Sin embargo, es poco comprensible que los agentes que trabajan dentro del circuito de la economía real y en el Estado sigan apoyando dichas políticas teniendo estos resultados. Parece, sin embargo, que la ideología predominante en la que un mercado financiero liberalizado genera crecimiento económico así nadamás es difícil de sacar de las mentes de los responsables de crear las políticas de desarrollo económico. En esta investigación si bien se aprueba la afirmación de McKinnon (1973) y Shaw (1973) de que un mercado financiero reprimido inhibe el desarrollo, también se considera que simplemente liberalizar el sector financiero no puede de ninguna manera conducir al crecimiento y al desarrollo de los países. Como lo muestran los casos de las Repúblicas Popular y Nacionalista Chinas, Vietnam, desde 1998 Malasia y desde 2000 Tailandia una regulación del sector financiero no es sinónimo de represión del sector y los resultados arrojados por estos países tanto en crecimiento como en desarrollo y reducción de pobreza han mostrado ser mucho más eficientes que los países africanos y latinoamericanos que son de los que más han liberalizado sus mercados.

La hipótesis nula es que las fugas de capital especulativo –medidas a través del contagio financiero– durante el periodo neoliberal han impactado de manera significativa en el bienestar social y en el crecimiento de la economía real latinoamericana, lo que generó una divergencia condicional en la región.

Analizando las series mediante distintas técnicas econométricas ha mostrado que no existe una relación de largo plazo entre las series bursátiles y la economía. Parece ser que a diferencia de las economías con mercados bursátiles desarrollados, donde si existe cointegración, en los países estudiados no existe tal. De esta manera el circuito financiero y el circuito de la economía real esta divorciados, lo que justifica la crítica actual del capitalismo de casino. Al buscar causalidad entre las dos variables se supone que debe existir una bi-direccionalidad, ya que las utilidades generadas en la economía real afectan el precio de las acciones y el financiamiento que se obtiene mediante la bolsa permite invertir en el capital de las empresas, lo que genera las futuras utilidades. Sin embargo, sólo se encontró causalidad unidireccional de la bolsa hacia la tasa de crecimiento del PIB. Esto significa que la bolsa influye en el desarrollo económico pero éste no influye en el desempeño de la bolsa. Este hecho demuestra que el sector financiero domina al sector real, algo que se ha discutido ya con anterioridad en la presente investigación.

Al saber que la bolsa de valores influye en la economía real, se pasó al punto central de la investigación. Cómo afecta y de qué manera los contagios bursátiles a la economía real. El primer paso fue buscar los momentos de contagio. Se usó el coeficiente de correlación lineal para saber con exactitud el momento en que se genera el contagio bursátil en cada una de las bolsas. Como se definió el contagio como un incremento de la correlación entre dos o más bolsas durante “tiempo de crisis” en comparación a “tiempos tranquilos”, se esperaba obtener un valor cercano a 1 y con signo positivo. En los tres contagios -tequila, tango y samba- el coeficiente de correlación lineal incremento sustancialmente. Esto demuestra la susceptibilidad tan homogénea que han tenido los inversionistas institucionales, comportándose exactamente como lo predice la teoría del efecto rebaño del que se habló en la sección 2.2 y confirmando el estudio del FMI (2003).

Mediante técnicas probabilísticas de Probit y Logit se quiso saber si el impacto de los contagios era significativa para la economía real. De esta manera se dejó correr la variable dicotómica contra la tasa de crecimiento del PIB mensual. En ningún caso se encontró evidencia de que el contagio influyera en la economía real. Este resultado dice que se debe desechar la hipótesis H_0 , ya que los contagios bursátiles no afectan directamente la economía real. Para tener mayor certeza de este

resultado, se consideró analizarán adicionalmente dos variables financieras: el tipo de cambio y la tasa de interés, ya que éstas pudieron haber sido afectadas directamente por el contagio y haber repercutido posteriormente en la economía real. En lo referente a la tasa activa, todos excepto Brasil, cuyo caso se describió con anterioridad, en todos los casos la tasa activa fue significativa. Todos los coeficientes tuvieron el signo correcto, negativo, lo que significa que cuando surge el contagio aumenta la tasa de interés. Se comprobó pues que todos los países aplicaron las recomendaciones del FMI en cuanto a incrementar sus tasas de interés para “generar confianza” y volver a atraer a la inversión extranjera. En lo referente al tipo de cambio se obtuvo para todos los países el resultado esperado. Argentina, Brasil y México usaban la política que les propuso el FMI, si bien ésta no era homogénea sino individual para cada país. Solamente Chile resalta en este hecho ya que seguía teniendo controles de capital, algo muy aplaudido por el departamento de investigación del FMI peor rechazado por completo por del departamento de políticas económicas. En todos los casos – incluido Argentina en el efecto tango- el tipo de cambio sufrió por los contagios. Es importante resaltar como estas políticas del Consenso de Washington y promovidas por el FMI pudieron durar tanto tiempo, en especial al haber tenido el ejemplo de Malasia que durante la crisis de 1997 restringió sus cuentas de capital y no elevó los intereses.

Para poder justificar si hubo convergencia condicional o no se elaboró un modelo de panel. Primero se corrió una regresión tradicional de convergencia condicional para verificar el resultado con otros estudio. El resultado mostró no sólo que el coeficiente era positivo sino que también era estadísticamente significativo, por lo que muestra que durante el periodo estudiado existe evidencia de divergencia condicional. Posteriormente, se analizó el panel incluyendo la variable de rendimiento bursátil, donde se obtuvo que la β de las bolsas genera convergencia en América Latina. Esto contradice el argumento de muchos críticos que las aperturas de cuentas de capital sólo generó mayor inestabilidad. Sin embargo, también hay que mencionar que el coeficiente es casi 0, por lo que esta ligera convergencia se debe evaluar con la enorme cantidad de capitales golondrinos que entraron y salieron de la región. Por último se incluyó la variable contagio, la cual fue no significativa por dos razones:

- a) el estadístico t es altamente no significativo, y

b) el coeficiente es positivo, lo que sería prueba de no convergencia si el estadístico fuese significativo.

Como en la hipótesis nula se trata de demostrar la existencia o no de convergencia/divergencia, se considera más relevante el signo del coeficiente que el estadístico t . De esta manera se aceptaría la H_0 ya que el signo de β es positivo, lo que habla de divergencia. Sin embargo se debe tomar el resultado con cautela, ya que el estadístico t es no significativo.

En el Foro Económico Mundial en Davos 2009, Thomas Friedman dijo: “Hagamos a un lado el análisis tradicional sobre las crisis económicas y formulemos una pregunta radical: ¿Qué pasaría si la crisis de 2008 representara algo mucho más fundamental que una profunda recesión? ¿Y si lo que nos está diciendo es que el modelo de crecimiento impuesto durante los últimos 50 años es sencillamente económica y ecológicamente insostenible y que en 2008 fue cuando nos estrellamos contra el muro - cuando ambos, la Madre Naturaleza y el mercado dijeron: 'No más'”. Esta reflexión se considera fundamental, no sólo para la crisis actual sino por el par de décadas donde las crisis se han vuelto algo común.

6.2. Recomendaciones

La experiencia de esta investigación sobre las crisis financieras y sus contagios es que no deben considerarse las inestabilidades financieras única y exclusivamente como problemas macroeconómicos. Esta banalización ha sido el problema total para no poder conseguir una solución a tantas crisis –122 desde que existe el FMI–. Para afrontar el tema se debe pensar de forma interdisciplinaria, buscando variables en todas las disciplinas sociales, ya que el problema central consiste, como lo ha expresado el presidente Obama ininidad de veces, en la avaricia del humano. Esto se ha visto en plena crisis financiera, cuando un analista financiero de *Deutsche Welle* en marzo de 2009 encontró más de 20 instrumentos parecidos a los llamados tóxicos que eran comprados a diestra y siniestra por los pequeños inversionistas.

En 2003, Robert Lucas –profesor de la Universidad de Chicago y Premio Nobel en 1995– declaró en la reunión anual de la Asociación Americana de Economistas que el problema central para prevenir la depresión se ha resuelto para todos los efectos prácticos. Lucas aceptó que los ciclos y las

alternancias irregulares de recesiones y expansiones persisten, pero que se habían domesticado hasta el punto de que ya sólo tienen efectos triviales y que, por tanto, habría que enfocarse en el crecimiento de largo plazo. Un año más tarde, Ben Bernake, profesor de Princeton y presidente de la Reserva Federal, dio una conferencia titulada “The Great Moderation”, en alusión a la Gran Depresión, en la que argumentaba que la política macroeconómica moderna ha resuelto problemas de inestabilidad como el ciclo económico e incluso que los problemas se han vuelto más una molestia que un problema. Si bien es cierto que durante el siglo XXI (2001 a 2005) no ha ocurrido problemas de depresión económica y la inflación pareció estar bajo control, estas declaraciones seguían pareciendo demasiado optimistas o incluso arrogantes. Sólo dos años más tarde comenzó el estallido de la crisis inmobiliaria –burbuja que fue creada por el estallido de la burbuja de las TICs–, que provocó al poco tiempo una crisis alimentaria (2008) y una recesión global (2009). De tal manera, no se recomienda asumir que las inestabilidades financieras puedan eliminarse, aunque haya existido un largo periodo –2001 a 2005– en el que no ha habido ningún desajuste. Mientras se permita que la avaricia humana domine a las regulaciones de los mercados financieros, siempre habrá quien logre encontrar instrumentos que tarde o temprano desestabilizan a la economía.

Una segunda línea de recomendaciones concierne a las bolsas de valores. Aunque éstas sean un instrumento muy eficiente en la alocaación o distribución de recursos, y hasta cierto punto en la distribución de las rentas, no significa que sea un instrumento perfecto y, por lo tanto, que no necesite regulación alguna. La idea de la nula regulación promovida por Alan Greenspan se basa en un acuerdo de caballeros; pero, como se mencionó, la avaricia no permite que existan caballeros ni el honor, por lo que se deben establecer reglas claras y transparentes. Un desafío en esto es que el Estado responsable de crear las reglas del juego es en casi todas las crisis juez y parte, y ello refuerza incluso al sistema para fomentar el fraude, como se puede leer en Kindleberger. De tal manera, y sólo con la excepción prusiana, el Estado decidía sólo intervenir en los mercados bursátil para regular en situaciones críticas donde la situación amenazaba con generar gran inestabilidad.

Por lo general, las empresas medianas que tienen el potencial de cotizar en la bolsa deben operar en condiciones distintas a las de las grandes corporativos. Siendo así, lo que se recomienda es que se establezca una bolsa de dos pisos como lo han propuesto Andrade (2006) y Cull et al. (2006). Se

debería promover que los fondos de ahorros y de pensión nacionales puedan y deban invertir un porcentaje en empresas de cada uno de los pisos. Esto tendría dos efectos: por un lado, reduciría la volatilidad que provoca la masiva entrada y salida de capitales foráneos, y por otro, habría suficiente liquidez en el segmento de las nuevas empresas que cotizan, un problema que ha estado presente en los intentos anteriores de promover las bolsas de dos pisos. Con esto se cree que habría suficiente financiamiento para impulsar el crecimiento, y sobre todo el fomento, de nuevas y dinámicas empresas, en vez de los grandes corporativos. Para evitar los problemas de asimetría de información y de agente-principal el banco de desarrollo podría fungir de respaldo, prestando un crédito condicionado a ofrecer información relevante para los *stakeholders* como puede ser una contabilidad según principios internacionales o teniendo voz y voto en el consejo administrativo. Con esto se generaría la confianza necesaria para que el capital golondrino no sólo se quemara en el mercado secundario sino que también sirviera para el mercado primario, lo que reduciría la relación entre los dos mercados.

La investigación también debe considerar las propuestas hechas por Bello (2000, 2005), Ocampo (2006), Ugarteche (2006, 2008) y Yung Chul Park (2006) en las que se propone una nueva arquitectura financiera internacional. Desde la crisis asiática se viene proponiendo una nueva forma de AFI desde el Sur: la regionalización. Consiste principalmente en que cada región debería tener una arquitectura financiera propia. En algunas regiones, principalmente Asia, ya se ha avanzado mucho. En Sudamérica, aunque se comenzó rápido con la idea del Banco del Sur –hoy BancoSur–, el ímpetu latinoamericano inicial se ha enfriado, esencialmente porque la idea original de crear el BancoSur fue tomada con optimismo, pero después se incluyó en las negociaciones de temas muy diversos, que fueron desde la formación del banco hasta la creación de un Consejo de Defensa y del Unasur, lo cual frenó significativamente el impulso inicial. De tal manera, es recomendable que se busque una integración más acorde al estilo de negociaciones de los países asiáticos, donde se toman las decisiones con más calma y por etapas. Por ejemplo, en vez de proponer directamente una unión monetaria primero generaron una canasta de monedas de 2004 a 2009, para así aprender de los problemas y optimizar el proceso.

Las soluciones para estabilizar a la AFI han sido varias. Algunos creen que se debe estabilizar bajo un esquema supranacional. Los más destacados autores que defienden este punto de vista son Tobin (1992), quien ha señalado la posibilidad de imponer un impuesto a los flujos de capital, y Hale (1998), quien apunta que por ahora el único agente capaz de contener las embestidas del mercado es el FMI, pues es capaz de actuar como prestamista global de última instancia en caso de crisis graves, como las sucedidas en Asia y Rusia. El problema de estabilizar el sistema financiero a niveles supranacionales contiene una serie de complicaciones políticas. Varios autores, entre ellos Ugarteche (2006) y Bello (2005), consideran que el FMI jamás podrá resolver los problemas financieros mientras no despolitice sus principios y reforme su sistema. Se ha visto que el G-20 no ha logrado ponerse de acuerdo sobre cómo facultar con más instrumentos al FMI, por lo que una tasa Tobin a nivel global se considera complicada.

Por ello considero que los instrumentos para la estabilización financiera deben ser regionales. La propuesta consiste en crear o modificar las instituciones regionales que existen para asumir tales funcionalidades. Además, esas instituciones deben ser autónomas, libres de cualquier presión de algún gobierno o grupo de interés. La regionalización representa una solución para crear políticas a la medida en vez de proponer soluciones generales para resolver el mundo. Para que América Latina pueda gozar de una arquitectura así se deben expandir las instituciones del Unasur para integrar a todos los países centroamericanos y del Caribe. La gran asimetría de poder de Brasil se puede resolver de forma parecida a como lo hicieron los países del ASEAN, los cuales se unieron y hablaron (y hablan) con una sola voz. De esta manera también se podría imponer una tasa Tobin a nivel subcontinental.

En lo que se refiere a las calificadoras, hay varias recomendaciones. La primera es que el expertismo de las agencias calificadoras no debe de caracterizarse por los estándares estadounidenses sobre la calidad de la gerencia, las estrategias empresariales y la estructura financiera. Las calificadoras deben incluir las características regionales. Una segunda recomendación se relaciona con el problema de cómo surge la calificación. No es posible obtener la metodología para analizar la calificación, es decir, la calificación que emiten las calificadoras es como una caja negra. Esto se puede resolver de varias maneras, sin embargo, creo que lo más conveniente es que se creara una instancia supranacional

para certificar la metodología de cada calificadora y sancionar las que incumplen o falsifican calificaciones, como ha sucedido en la crisis *subprime*. De esta manera se puede evitar que las agencias calificadoras generen más inestabilidad que estabilidad, ya que no sólo se evitarían fraudes o falsificaciones, sino que además se permitiría la creación de más calificadoras, ya que no tendrían la desventaja de la desconfianza, el principal impedimento para que las pequeñas calificadoras puedan crecer. Además de evitar sospechas por mala valoración, se puede evitar que las calificadoras valoren activos financieros de los que no tienen una metodología certificada. Los resultados del G-20, otra vez, son más cosméticos que otra cosa. No hay una propuesta concreta para la supervisión, y mucho menos sobre sanciones, y todavía mucho menos un tribunal internacional donde se pueda denunciar a las calificadoras.

Por último, se propone una idea muy radical: una bolsa mundial. Morrison Bonpasse (2008) ha hecho un estudio sobre los beneficios de tener una moneda única global. Tener una bolsa global generaría incluso más beneficios que la moneda única mundial. Se evitaría el efecto manada, no habría desestabilización de las regiones, se eliminarían los contagios y, como todo estaría cotizado en una sola moneda mundial, evitaríamos las políticas devaluadoras.

6.3. Agenda para investigaciones futuras

En la presente investigación surgieron una infinidad de preguntas, las cuales se considera pueden ser objeto de investigaciones posteriores. Para toda investigación futura lo fundamental será tener en cuenta que deberá consistir en un estudio interdisciplinario que integre aspectos teológicos, filosóficos, económicos y culturales sobre los distintos mecanismos que se han utilizado para evitar o controlar la avaricia del ser humano, que considero es el problema principal de toda crisis financiera. En este punto existe un vacío grave cuando se trata de legislar, algo que se ha visto en la historia de todas las burbujas y *cracks*. Así, el G-20 sólo trata de resolver algunos errores, y mientras ellos logran un acuerdo al respecto, ya existen más de 20 nuevos productos muy parecidos a los llamados tóxicos que son comprados en todo el mundo. Sólo un estudio integral podrá promover una legislación global o regional eficaz.

Otro vacío clave en las crisis financieras es la crisis de *Lübeck*, que fue la primera crisis financiera de la que se tiene conocimiento, pero de la que prácticamente no hay información y, por tanto de la que es necesario hacer un análisis histórico. Otro aspecto en el que se considera existe un vacío es en los impactos sociales que han tenido los cambios de las estructuras financieras. Consideramos que para analizarlo como ejemplo se debe retomar el cambio estructural que ocurrió en la Gran Bretaña en el periodo de transición de la vieja aristocracia medieval a la política manejada por los financieros holandeses en la guerra civil. Fue un momento en el que una sociedad colectiva es transformada en una sociedad individualista que sobrepone a todos sus valores la maximización de las ganancias, de tal manera que el efecto del cambio debe ser claramente visible y cuantificable.

Todas las crisis desde Lübeck han tenido características muy parecidas, como ya fue señalado: una euforia que se incrementaba con el soborno a reporteros y generadores de opinión pública, la mayoría de las veces bajo el amparo incondicional de los gobiernos, que buscan así atraer más fondos e incrementar el precio y el rendimiento en libros de los inversionistas, hasta que surge un cansancio en la burbuja, que por algún motivo estalla y genera pánico. En la cumbre del G-20 se volvió a proponer un Mecanismo de Alerta Temprana (*Early Warning System*). Sin embargo, se debe considerar que se requiere realizar un estudio para crear un sistema que evite los fundamentos de la crisis. Un problema básico de esta idea es que por lo general el Estado o el Banco Central es el principal o uno de los principales responsables. Por ejemplo, tanto la burbuja de las TICs como la Suprime fueron fomentadas por Alan Greenspan (Krugman, 2008). En consecuencia, se deberá incluir en la investigación una explicación para entender de qué manera se puede, no sólo evitar la creación de las burbujas, sino también evitar la política de fomento de las inestabilidades que implementan los Estados.

En lo que respecta a los intentos para reformar a la AFI, se cree que debe estar en cualquier agenda sobre futuras investigaciones en el tema. Principalmente, la idea del regionalismo se debe actualizar y profundizar en todo momento. Hay dos puntos que deben ser prioritariamente atendidos: 1. Realizar estudios comparativos de la evolución de los distintos procesos de integración, para así poder crear una base de datos de las experiencias tanto positivas como negativas de cada una de las regiones; y 2. Resolver qué se debe o puede hacer con las regiones que no tienen o no pueden contar con una arquitectura financiera propia, como Centroamérica o África Central. Para profundizar en el punto 1,

considero muy relevante la realización de un estudio comparativo entre los países del Este asiático y los latinoamericanos. Esto, debido a que tanto durante el periodo estructural como en el periodo neoliberal los asiáticos han obtenido mejores resultados. Incluso en la actualidad, con la promoción de la gobernanza regional, se observa un mayor éxito en Asia que en América Latina. Una primera hipótesis es que el ímpetu latino genera un gran entusiasmo inicial que se apaga rápidamente, mientras que los asiáticos asumen una postura más pragmática. De tal manera, entre 2006 y 2008 prácticamente se había establecido una gobernanza regional con el BancoSur y el Unasur, pero desde entonces el proceso comenzó a quedar estancado, mientras que en Asia la idea regional comenzó en 1997 y lentamente han ido creando las instituciones e instrumentos necesarios, como el Fondo Monetario Asiático y la Unión Monetaria Asiática, además de haber adecuado el Banco de Desarrollo Asiático a las nuevas necesidades.

En esta línea de la gobernanza regional, se considera indispensable ver cuáles serían las condiciones necesarias para fomentar la implementación de un tipo de tasa Tobin en el subcontinente americano. Ya se ha visto que a nivel global es prácticamente imposible; sin embargo, en un continente que es dominado por tres o máximo cuatro países es más que viable. En un caso afirmativo, se deberá cuantificar en cuánto puede reducirse la volatilidad de las bolsas de valores y de divisas.

En lo que se refiere a las calificadoras, las futuras investigaciones deberán enfocarse en tres temas principales: *a)* cuantificar en qué medida las calificadoras han sido responsables de los contagios financieros; *b)* cómo se puede construir una AFI que regule las calificadoras y evite los problemas de conflictos de intereses (hasta el momento, durante 2008 se trató tanto en Estados Unidos como en la OCDE poner un parche para evitar estos problemas; sin embargo, eso está lejos de ser suficiente y es necesario generar una regulación y un sistema jurídico global, algo que el G-20 no definió), y *c)* cómo desconcentrar ese mercado tan oligopolizado. Es indispensable tener una mayor competencia entre las calificadoras para que los inversionistas puedan optar por la que consideren mejor, para que así las calificadoras que tengan malos resultados desaparezcan del mercado.

En lo que respecta a las bolsas de valores, habrá que hacer cuantiosos estudios sobre cómo reducir la asimetría de información, un tema estudiado principalmente por Stiglitz. Un punto central es ver cómo se pueden abrir los mercados bursátiles a un mayor número de empresas y accionistas. Un aumento de OPIs evitaría que la entrada de capitales estuviese únicamente en los mercados secundarios, y al mismo tiempo se fomentaría el ahorro de las clases medias nacionales, que han sido prácticamente desmanteladas en el periodo neoliberal. Se ha visto que países como China, India y Taiwán, que han fomentado políticas de esta índole, han traído frutos envidiables tanto en las tasas de crecimiento como en el ahorro nacional.

Morrison Bonpasse (2008) calculó que si se tuviera una sola moneda global habría una reducción en costos de 400 mil millones de dólares en transacciones *per anum*, el valor de los activos totales se incrementaría en 36 billones de dólares y el PIB anual aumentaría en 9 billones, además de que se evitarían las crisis de tipo de cambio. Esta idea puede ser transferida al ámbito bursátil, aceptando que sería una operación mucho más compleja ya que habría que conseguir un acuerdo mundial de fiscalización, costos de transacción globales, etc. Sin embargo, ante la poca estabilidad que han generado los mercados bursátiles se debe considerar la idea de establecer una bolsa global.¹⁵⁴ Existe desde 1970 el Índice Morgan-Stanley, un índice internacional que representa la situación global de los mercados financieros. Este índice está elaborado con los índices de las principales bolsas de valores del mundo, pero la idea de una sola bolsa iría mas lejos, pues consistiría en un único mercado de valores. Esto reduciría de manera significativa la inestabilidad y originaría grandes beneficios que habría que cuantificar. Por ejemplo, reduciría las fugas de capitales y evitaría las sobrevaluaciones de las monedas. Se evitarían los efectos manada y refugio. Y lo más importante, habría un reglamento universal para las emisiones de títulos. Se obligaría a tener una sola contabilidad, lo que haría más transparentes los resultados contables. Y por último, habría una simplificación de la alocaión de los recursos de los ahorradores, lo que reduciría significativamente los costos de búsqueda.

¹⁵⁴ Si bien se considera poco realista una bolsa global si se cree que con un estudio serio se podría promover bolsas regionales, algo que acercaría mucho a la meta de una bolsa global.

Retomando la idea de un estudio de la tasa Tobin, es muy importante encontrar una metodología que cuantifique el porcentaje necesario de la tasa. Una tasa muy baja no reduciría lo suficiente la volatilidad del capital golondrino, mientras que una tasa muy alta inhibiría los flujos de capital. Estimo que una tasa única no sería justa; más bien, debería ser decreciente en el tiempo de la inversión. De tal manera no se afectaría al inversionista que mantuvo su inversión durante mucho tiempo, en tanto que se desalentaría casi por completo a los especuladores o *day-traders*.

Un punto poco estudiado es el de la volatilidad de las bolsas de valores y su relación con la economía real. Aunque las causas de la volatilidad del mercado no se comprenden bien a bien, algunos autores sugieren que una elevada volatilidad del mercado de acciones puede reducir la futura actividad económica, ya que la volatilidad en el mercado accionario es el riesgo sistemático para los accionistas, por lo que exigirán un rendimiento esperado más alto, es decir, un incremento en el costo de capital. Por lo tanto, se debe considerar que son necesarias más investigaciones sobre los modelos Garch multivariados entre variables financieras y de economía real. Este tipo de modelo tiene la ventaja de que no sólo incorpora las interacciones entre las variaciones de las series financieras, sino que también modela las relaciones entre las volatilidades de las variables endógenas del modelo. De esta forma se logra incluir en la ecuación de la covarianza la correlación asociada con el cambio de la volatilidad. El problema principal es que aún no son parte de los paquetes econométricos y es necesario recurrir a programas externos, de los cuales sólo se encontraron los que sirven para analizar dos y tres variables. A manera de recomendación, es una buena alternativa promover la realización de una tesis de actuaría que genere un programa para n variables. Como no se han podido obtener conclusiones definitivas, en un futuro estudio se contrastarán los resultados obtenidos con un moldeo Manova (*Multivariate Analysis of Variance*). El modelo es una extensión de la prueba Anova para los casos donde hay más de una variable dependiente que no pueden ser combinadas de manera simple. De esta manera, además de identificar si los cambios en las variables independientes tienen efectos significativos en las variables dependientes, la técnica también intenta identificar las interacciones entre las variables independientes y su grado de asociación con las dependientes. Asimismo, el modelo permite analizar la relación entre dos o más variables independientes con dos o más variables dependientes. Esto haría posible analizar en la crisis actual el impacto que ha tenido el desarrollo de los derivados en la inestabilidad de las bolsas de valores y en la economía real.

Otro punto respecto a la econometría que se está observando en el pánico financiero actual y que repercute en la economía real es una causalidad indirecta entre las bolsas de valores y la economía. Se encontró nula relación entre los contagios bursátiles y su impacto en la economía real. Esto puede deberse a que la bolsa afecta primero a la variable de tipo de cambio y a la tasa de interés y éstas afectan *a posteriori* a la economía real. Actualmente se observa que cuando las bolsas caen no se habla de recesión, y cuando se comienza a hablar de recesión los índices bursátiles ya van en aumento otra vez. Parece que hay un atraso considerable de tal forma que se debería construir un panel que muestre dicha causalidad: contagio bursátil -> afecta variables financieras (tipo de cambio y tasa activa) -> afecta el PIB y por consiguiente la convergencia condicional.

Bibliografía

Libros como coordinador, compilador, etc.

- Agosin, Manuel (1996), *Inversión Extranjera Directa en América Latina. Su contribución al desarrollo*. BID y FCE, Santiago, Chile.
- Altamirano, A., M. Carrillo, J. Cerón y M. Reyes (2005), *Crecimiento Económico. Teoría y evidencia empírica del enfoque neoclásico*, Galilei, Puebla.
- Angulo, J. Andrés y Carlos A. Arango (2003), *Hacia una teoría postmoderna de portafolio*, Universidad Externado de Colombia, Bogotá
- Arenas, René (2005), *La evolución del sistema monetario internacional. 1945-1985*, UAEM, Toluca, México.
- Aristóteles (1994), *La Política*, Porrúa, México.
- Bagehot, Walter (1873), *Lombart Street: A Description of Money Market*, E. Johnstone, Hartley Withers, eds., London.
- Balassa, Bela, Gerardo Bueno, Pedro Pablo Kuczynski, Mario Henrique Simonsen, *Toward Renewed Economic Growth in Latin America*, Institute of International Economics, Washington D.C.
- Bauer, Peter T. (1972), *Dissent on Development*, Harvard University Press, EEUU.
- Becker, Maren, S. John y S. Schirm (2007), *Globalisierung und Global Governance*, W. Fink, UTB, Alemania.
- Bell, D. (1987), *El Advenimiento de la Sociedad Post-Industrial*, Ed. Alianza, Madrid.
- Bello, Walden, N. Bullard y K. Malhorta (2000), *Global Finance. New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*, Zed Books, Malasia.
- Besanko, D., D. Dranove, M. Shanley y S. Schaefer (2003), *Economics of Strategy*, John Wiley & Sons, Inc., Estados Unidos.
- Block, Fred (1980), *Los orígenes del desorden económico internacional: la política monetaria internacional de los Estados Unidos, desde la Segunda Guerra Mundial hasta nuestros días*, FCE, México.
- Bonpasse, M. (2008), *The Single Global Currency. Common Cents for the World*, Single Global Currency Association, Newcastle.
- Boris, D. y S. Schmalz (2005), *Lateinamerika: Verfall neoliberaler Hegemonie?*, VSA, Hamburg.
- Boris, Dieter (2004), “Ungleichheit, Dominanz und Hegemonie im kapitalistischen Weltsystem. Finanzkrisen und Entwicklungstheorie”, en Gerlach, O., S. Kalmring, D. Kumitz y A. Nowak (Hrsg.), *Peripherie und globalisierter Kapitalismus. Zur Kritik der Entwicklungstheorie*, Brandes & Asperl, Frankfurt am Main, pp. 243-262.
- Brealey, Richard y S. Myers (2007), *Principles of Corporate Finance*, 9A Ed., McGrawHill, México.
- Brooks, Chris (2002), *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University, Inglaterra.
- Bühler, George (1886), *Las Leyes de Manu (The Laws of Manu)*, Libro 3, F. Max Müller, ed., Oxford.
- Carswell, John (1960), *The South Sea Bubble*, Cresset Press, London.
- CEPAL (1996), *América Latina y el Caribe. Quince años después*, CEPAL y FCE, Santiago, Chile.
- CEPAL (1995), *América Latina y el Caribe: Políticas para Mejorar la Inserción en la Economía Mundial, capítulo IX*, Naciones Unidas, Santiago de Chile.

- Cesarin, Sergio (2007), “China y América Latina: auge y caída del Consenso de Beijing y el Consenso de Washington”, en en Grión, A. y E. Corras, *Del Sur al Norte: economía política del orden económico internacional emergente*, CLASCO, Argentina, pp. 69-82..
- Chenery, Hollis B. (1975), *Patterns of Development, 1950-1970*, Oxford University Press for the World Bank, Londres.
- Chrisostorno, Juan, *PG-53*, 376: 57, 61.
- Cicerón (1913), *De Officiis, II, XXV*, Harvard University Press, Cambridge.
- Clarendon, Eduard Earl of (MDCCXVII), *The History of the Rebellion and Civil Wars in England Begun in the Years 1641*, Vol. II, Part I, Oxford.
- Cocca, Teodoro y R. Volkart (2008), *Aktienvesitz in der Schweiz*, Instituto Bancario Suizo de Universidad de Zürich, Düsseldorf.
- Cooper, George (2008), *The Origin of Financial Crises*, Vintage, New York.
- Correa, Eugenia (1998), *Crisis y desregulación financiera*, IIEC-UNAM, Siglo XXI editores, México.
- Devlin, Robert, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1996), “Surges in Capital Flows and Development: an Overview of Policies Issues in the Nineties”, en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: the Return of Finance to latin America*, Boulder, London.
- Devlin, Robert, R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1995), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina*, Trimstre Económico 81, CEPAL y FCE, Chile.
- Edwards, S. y F. Larrain (1989), *Debit, Adjustment and Recovery: Latina America's Prospects for Growth and Development*, Basil Blackwell Inc., Cambridge.
- Edwards, S. Y S. Teitel (1991), *Crecimiento, reforma y ajuste. Las políticas comerciales y macroeconómicas de América Latina en los decenios de 1970 y 1980*, FCE, Buenos Aires.
- Edwards, Sebastian (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange rate Policy in Developing Countries*, MIT Press, Cambridge.
- Eichengreen, Barry (1985), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen.
- Eichenwald, Kurt (2006), *Verschwörung der Narren*, Bertelsmann, München.
- Ekelund, Robert y Robert Hébert (1992), *Historia de la teoría económica y de sus métodos*, 3A edición, McGrawHill.
- Feldbauer, P., G. Hardbach y G. Melinz (1999), *Von der Weltwirtschaftskrise zur Globalisierungskrise (1929-1999)*, Brandes & Aspel y Südwind, Frankfurt.
- Ferguson, Niall (2008), *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, Penguin Press, New York.
- Fisher, Irving (1930), *The Theory of interest*, The Macmillan Company, New York.
- FMI (2007), *Financial Market Update*, Julio 2007, Washington D.C., FMI
- FMI (2004), *Lessons from the Crisis in Argentina*, Washington D.C. FMI.
- FMI (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Washington D.C., FMI.
- Fourastié, Jean (1954): *Die große Hoffnung des 20. Jahrhunderts*, Deutz, Köln.
- Friedman L, Thomas (1999), *The Lexus and the Olive Tree*, Farrar, Straus and Giroux, EEUU.
- Galbraith, John K. (1993), *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, Barcelona.
- Galbraith, J. R. y R. K. Kazanjin (1986), *Strategy Implementation*, West Publishing, Estados Unidos.
- Girón, Alicia (1995), *Fin de siglo y deuda externa: historia sin fin. Argentina, Brasil y México*, IIEC-UNAM, Siglo XXI editores, México.

- Goethe (2006), *Fausto, Parte II, Acto I, Escena 2*, Alianza Editorial, Madrid.
- Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press, Estados Unidos.
- Goodhart, Charles (1988), *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Estados Unidos.
- Green, Rosario (1998), *Lecciones de la Deuda Externa de México de 1973 a 1997. De abundancias y escaseces*, FCE y fundación Colosio, México.
- Gregorio Nyssen, *PG 46*, 434.
- Gujarati, Damodar N. (2004), *Econometría*, 4 ed., McGrawHill, México.
- Gurley, John G. y E. S. Shaw (1960), *Money in a theory of finance*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Hagen, J., *Monetary and Fiscal Policy in an Integrated Europe*, primavera.
- Hayek, Friedrich August von (1944), *Der Weg zur Knechtschaft*, München, Alemania.
- Hayek, Friedrich August von (1960), *Die Verfassung der Freiheit*, Tübingen, Alemania.
- Hayek, Friedrich August von (1969), *Freiburger Studien. Desammelte Aufsätze*, Tübingen, Alemania.
- Hayek, Friedrich August von (1979), *Recht, Gesetzgebung und Freiheit*, München, Alemania.
- Hoering, Uwe (2007), *Agrar-Kolonialismus in Afrika. Eine andere Landwirtschaft ist möglich*, Forum Umwelt und Entwicklung, VSA Verlag Hamburg.
- International Finance Corporation (Varios años). *Emerging Stock Markets Factbook*, Washington, D.C. International Finance Corporation.
- J.P. Morgan (1998), *Event Risk Indicator Handbook*, J.P. Morgan Exchange Research Ltd. London.
- Jeanne, O. (1994): «Models of Currency Crises: A Tentative Synthesis with Special Reference to the 1992-3 EMS Crises», ENPCCERAS, mimeo.
- Jeanne, O. (1994): «Models of Currency Crises: A Tentative Synthesis with Special Reference to the 1992-3 EMS Crises», ENPCCERAS, mimeo.
- Jeanne, O. y Andrew K. Rose, 2002. "Noise Trading And Exchange Rate Regimes," *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press, vol. 117(2), pages 537-569, May.
- Jones, Hywell (1997), *Introducción a las teorías modernas del crecimiento económico*, Universidad de Barcelona y Antoni Bosch editor, Barcelona.
- Keynes, J. M., (1941), *Post-War Currency Policy*, 8.9.41, CW, vol. 25.
- Keynes, J. M., (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, CW, vol. 7
- Kindleberger, Charles (1996), *World Economic Primacy 1500-1990*, OUP.
- Kindleberger, Charles (1991), *Manías, pánicos y cracs*, Editorial Ariel, Barcelona.
- Kindleberger, Charles (1988), *The International Economic Order: Essays on Financial Crisis and International Public Goods*, MIT Press, Estados Unidos.
- Kindleberger, Charles (1973), *The World in Depression 1929-1939*, Allen Lane.
- Krugman, Paul (2008), *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, Norton, New York.
- Krugman, Paul (1999), *El retorno de la economía de la depresión*, Crítica, Barcelona.
- Krugman, Paul (1989), *Exchange Rate Instability*, MIT Press, Estados Unidos.
- Krugman, Paul (1979), *Currency Crises*, mimeo, MIT, Estados Unidos.
- Krugman, Paul y J. Rotemberg (1991), "Speculative Attacks on Target Zones". En P. Krugman and Miller (eds.). *Target Zones and Currency Bands*, Oxford University Press, Oxford.

- Labitan, Bud (2008), *The Four Filters Invention of Warren Buffet and Charlie Hunger. Two Friends Transforms Bahavioral Finance*, Lulu-Labitan, Estados Unidos.
- Leipold, Helmut (2006) "Religion, institutioneller Wandel und wirtschaftliche Entwicklung. Max Weber und D.C. North im Vergleich", en Heinz Schmidz (Hg.), *Ökonomie und Religion. Fatal Attraction - Fortunate Correction*, Heidelberg: 54-75.
- Leipold, Helmut (2002), "Kulturelle Einflußfaktoren der Integration in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung", en Alfred Schüller und H. Jörg Thieme (Hrsg.), *Ordnungsprobleme der Weltwirtschaft*, Stuttgart: 45-71.
- Lenin, Vladimir (1939), *Imperialism: The Highest Stage of Capitalism*, Progreso, Moscu.
- Levine, R. (1997), "Financial development and economic growth: views and agenda". *Journal of Economic Literature* 35(2), 688-726.
- Levy, Eduardo (1999), Global Moral Hazard, Capital Account Liberalization and the "Overlending Syndrome", IMF Working paper 99/100, 01/june/1999.
- Lewis, Michael (2008), *PANIC. The history of Modern Fianncial Instability*, Penguin Press, New York.
- Loria, Eduardo (2007), *Econometría con aplicaciones*, Pearson Prentice Hill, México.
- Luigi L. Pasinetti and Roberto Scazzieri, (1987), *Capital theory: paradoxes*, The New Palgrave: A Dictionary of Economics, Macmillan and Stockton, London.
- Maddala, G. S. (2001), *Introduction to Econometrics*, Wiley, Estados Unidos.
- Maffesoli, Michel (2004), *El tiempo de las tribus: el ocaso del individualismo en las sociedades posmodernas*, Siglo XXI Editores, México.
- Maffesoli, Michel (2002), *La tajada del diablo: compendio de subversión posmoderna*, Siglo XXI editores, México.
- Malthus, Thomas Robert (1951), *Ensayo sobre el Principio de la Población*, Fondo de Cultura Económica. México.
- Mateo, Isabelle (2004), *Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina, 1991– 2001*, IEO, IMF. (<http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/arg/eng/index.htm>)
- McKinnon, Ronald (1973), *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, D.C.
- Mises, Ludwig von (1922), *Die Gemeinschaft: Unternehmungen über den Sozialismus*, Jena, Alemania.
- Mises, Ludwig von (1929), *Kritik des Interventionismus. Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsdeologie der Gegenwart*, Jena, Alemania.
- Mises, Ludwig von (1949), *Human Action*, 2a edición, Chicago.
- Moore, M. (1993), *Globalization and Social Change*, Elseiver, New York.
- Moran, T., E. Graham y M. Blomström (2005), *Does Foreign Direct Investment Promote Development?*, Institute for International Economics, Washington D.C.
- Mussa, Michael (2002), *Argentina y el FMI: del triunfo a la tragedia*. Planeta, Buenos Aires, Institute of International Economics, Washington D.C.
- Ocampo, J. A. y J. Stiglitz (2008), *Capital Market Liberalization and Development*, Oxford University Press, Oxofrd.
- Ocampo, J.A. y R. Steiner (1995), *Foreign Capital in Latin America*, Banco Interamericano de Desarrollo, Washington D.C.
- Ocampo, José Antonio (2006), *Regional Fianncial Cooperation*, Brookings & CEPAL, EEUU.
- Ocampo, José Antonio (1999), Price-based capital account regulations: the Colombian experience, Serie CEPAL NACIONES UNIDAS Fiannciamiento para el desarrollo 003372.

Bibliografía

- Ocampo, José Antonio y Stephany Griffith-Jones (2007), A counter-cyclical framework for a development-friendly international financial architecture, United Nations, Department of Economics and Social Affairs Working Paper 39, Jul 2007
- Ortiz, E., López Herrera, F Cabello, A. (2007), “Mercados de Capital Emergentes y Desarrollo e Integración”, *Del Sur Hacia el Norte: Economía Política del Orden Económico Mundial Emergente*, Alicia Girón y Eugenia Correa (coords.), Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales, 2007.
- Otker, Inci y Ceyla Pazarbasioglu (1997) Speculative attacks and macroeconomic fundamentals: evidence from some European, *European Economic Review* 41(3-5): 847-860.
- Pasinetti, Luigi (1975), *Lecciones de teoría de la producción* Fondo de Cultura Económica, México, 1983.
- Pérez, Carlota (2004), *Revoluciones tecnológicas y capital financiero*, Siglo XXI editores, México.
- Platón (1991), *Leyes*, capítulo 5, Porrúa, México.
- Portales, Carlos (1983), *La América Latina en el nuevo orden económico internacional*, Trimestre económico 48, FCE, México.
- Proudhon; Pierre-Joseph (1983), ¿Qué es la Propiedad?, Humboldt Publishing Company, London.
- Reidenbach, Dirk (2006), *Aktienanalysten und ratingagenturen. Wer überwacht die Überwacher?*, Peter Lang Verlag, Frankfurt a.M.
- Rosenberg, Hansen (1934), *Die Weltwirtschaftskrise von 1857-59*, UTB, Stuttgart.
- Rumelt, R. (1974), *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Harvard Business School, Estados Unidos.
- Sandage, Scott A. (2005), *On the history and origins of credit agencies*, Harvard University Press, EEUU.
- Sartre, Jean-Paul (1992), *El existencialismo es un humanismo*, EDHASA, Barcelona.
- Séneca (1935), *De Beneficiis*, VII, X, Harvard Edition, EEUU.
- Sevares, Julio (2007), “Regímenes cambiarios e integración”, en Grion, A. y E. Corras, *Del Sur al Norte: economía política del orden económico internacional emergente*, CLASCO, Argentina., pp. 97-109.
- Shaw, E.S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press.
- Siebert, Horst (1999), *Globalization and labor*, Mohr Siebeck (Tubingen), Alemania.
- Sinclair, Timothy J. (2005), *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*, Ithaca, Cornell University Press, EEUU.
- Smith, Adam (1776), *Investigación sobre la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones*, Sampson Low & Co, London.
- Stark, Jürgen y D. Hartenstein (2002), *Die Stärkung des internationalen Finanzsystems, Beiträge zur Ordnungstheorie und Ordnungspolitik*, (Bord) 168, Mohr Siebeck, Alemania.
- Stiglitz, J. (2006), *Making Globalization Work*, Penguin Books, Estados Unidos.
- Stiglitz, J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company, Estados Unidos.
- Strathern, Paul (2006), *Sartre en 90 minutos*, Siglo XXI, Madrid.
- Strathern, Paul (1999), *Santo Tomás de Aquino en 90 minutos*, Siglo XXI editores, México.
- Taleb, Nassim Nicholas (2008), *El Cisne Negro. El impacto de lo altamente improbable*, Paidós, Barcelona.
- Tomás de Aquino, *Summa, 2-2, Pregunta Lxxviii.: of the Sin of Usury That Is Committed In Loans. Summa Theologica*, Cosimo, London.
- Trollope, Anthony (1869), *The Three Clerks*, New York.
- Valdes, Juan Gabriel y Craufurd D. Goodwin. 1995. *Pinochet's Economists: The Chicago School in Chile* Cambridge University Press.

Bibliografía

- Valdes, Juan Gabriel. 1989. *La escuela de Chicago: Operación Chile*. Grupo Editorial Zeta, Buenos Aires, Argentina.
- Vilariño, Ángel (2001), *Turbulencias Financieras y Riesgo de Mercado*, Prentice Hall, Madrid.
- Wallerstein, I. (1987), *World-System Analysis*, Stanford University Press, Stanford.
- Weber, M. (1988), *The protestant Ethic and the Spirit of Capitalism*, Scribner, New York.
- Wilke, Helmut (2006), *Global Governance*, Themen der Soziologie, Transcript Verlag, Alemania.
- Williamson, John (1977), *The Failure of World Monetary Reform, 1971-71*, Thomas Nelson and Sons Ltd., Southampton.
- Willke, Helmut (2006), *Global Governance*, Themen der Soziologie, Alemania.
- Wirth, Max (1890), *Geschichte der Handelskriesen*, Sauerländer, Fanfurt a.M.
- WoldBank (1997), *Economic Reform and Progress in Latin America and the Caribbean*, World Bank, Washington, D.C.
- Wolf, Martin (2008), *Fixing Global Finance*, Johns Hopkins, Baltimor.
- Yung, Chul Park (2006), “Regional Financial Integration in East Asia: Challenges and Prospects”, en Ocampo, J., *Regional Financial Cooperation*, Brookings/ECLAC, EEUU., pp. 227-263.

Tesis, Tesinas, especialidad, etc.

- Brugger, Samuel I., *Finanzierung von KMUs in Mexiko*, Zürich, 2002. 84p. Tesis de Maestría. Universität Zürich, Institut für Empirische Wirtschaftsforschung.
- Kole, E., *On crises, crashes and comovements*, Rotterdam, 2006. Tesis de doctorado de la Erasmus Universiteit Rotterdam.
- Ndrade, Santiago, *El mercado de valores como alternativa de financiamiento para la pequeña y mediana empresa PYME en el Ecuador*, Quito, 2006. Tesis para obtener el grado de Ingeniero Empresarial, Escuela Politécnica Nacional.
- Patiño, Alejandra, *El Financiamiento a las PYMES en el Distrito Federal como Factor de terminante de su Permanencia y Desarrollo. Visión Histórica Contemporanea 1990-2005*, 2009. 140p. Tesis de Doctorado. Universidad Nacional Autónoma de México Facultad de Economía.
- Ugarteche, Oscar, *Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional: 1850-2000*, Bergen, 2006. 403p. Tesis de Doctorado. University of Bergen Facultad de Filosofía e Historia.

Artículos de revistas especializadas y papeles de trabajo

- Akyüz, Yilmaz (2008), “Reform of the International Financial Architecture.” En *Third World Network*, Briefing Paper 44, February 2008.
- Aninat, Eduardo (2001), “Desarrollo de los mercados de capitales”, *Ponencia presentada en la Conferencia sobre el desarrollo de los mercados de capitales*.
- Arshanapalli B. y J. Doukas (1993), “International Stock Market Linkages: Evidence from the pre- and post-October 1987 period”. En *Journal of Banking and Finance* 17 (1), 193-208.
- Atje, R. and Jovanovic, B. (1993), “Stock markets and development” *European Economic Review*, 37, 632-640.

- Babb, Sarah (1998), “Los profesionistas en el gobierno y el problema de la tecnocracia: el caso de los economistas en México”, *Estudios Sociológicos* XVI (48), 661-688.
- Barberá, C., Ruiz-Barbadillo, E., Gómez-Aguilar, N. y García-Benau, M. (2004), „Audit quality and the going-concern decision-making process: Spanish evidence“, *European Accounting Journal* 13(4):597-620.
- Bekaert, Harvey y Ng (2005), “Market Integration and Contagion”. En *The Journal of Business* 78 (1).
- Bensaid, B. y Jeanne, O. (1994), “The Inestability of Monetary Policy Rules”, *Universidad de París*, mimeo.
- Bensaid, Bernard y Jeanne, Olivier (1997), "The instability of fixed exchange rate systems when raising the nominal interest rate is costly". En *European Economic Review*, Elsevier 41(8), 1461-1478. .
- Berger, Wolfgang (2004), „El Dinero manda en el mundo – ¿cuál es la causa verdadera?“. En Business Reframing Institut, Alemania, Traducción del alemán: Elisabeth Delmonte.
- Black, Fisher (1972), “Capital Market Equilibrium with Restricted Borrowing”. En *Journal of Business*, julio de 1972.
- Blázquez, Jorge y Luciana Taft (2003), “La sostenibilidad de la deuda externa en economías emergentes”. En *Hacienda Pública Española* 167 (4): 157-183.
- Bollerslev, T. (1986), “Generalised Autoregressive Conditional Heteroskedasticity”. En *Journal of Econometrics* 31, 307-27.
- Bollerslev, T., R. F. Engle y J. M. Wooldridge (1988), “A Capital-Asset Pricing Model with Time-Varying Covariances”. En *Journal of Political Economy* 96(1), 116-31.
- Boyd, J. H. and Smith, B. D. (1996), “The co-evolution of the real and financial sectors in the growth process”, *World Bank Economic Review*, 10(2), May, 371-396.
- Bradford De Long y Shleifer, Andrei (1990), "The Bubble of 1929: Evidence from Closed-End Funds," NBER Working Papers 3523, *National Bureau of Economic Research*.
- Brugger, Samuel (2009c) “El contagio financiero. Una modelación econométrica mediante SARIMAX”. En *proceso de publicación*.
- Brugger, Samuel (2009b) “Las agencias calificadoras y su rol en las crisis financieras”. En *Contribuciones a la Economía*, Málaga, Junio de 2009.
- Brugger, Samuel (2009a) “Historia de la especulación y la usura”, *EUMED*, en proceso de publicación.
- Buitier, W. Y K. Kletzer (1996) “Monetary union and macroeconomic stabilization”, *Federal Reserve Bank of San Francisco*, Workingpaper 96-03,
- Business News Americas (2008), “FEM: Chile lidera ranking financiero en Latinoamérica”. Publicado el 9 de septiembre de 2008, 10:00 PM.(BNAMERICAS.com)
- Bustelo, Pablo, (1999), “Globalización económica, crisis financieras e integracion regional: enseñanzas de Asia oriental para America Latina”. En *Revista de Economia Mundial*. Huelva (1), 55-68.
- Calvo, G., Leiderman, L. and Reinhart, C. (1993), ”Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors”. *IMF Staff Papers* 40(1), 108-151.
- Calvo, Guillermo A., y Enrique Mendoza (1996), “Reflections on Mexico’s Balance- of-Payments Crisis: A Chronicle of a Death Foretold”. En *Journal of International Economics* 44, 223-34.
- Capasso, Salvatore (2004), „Stock market development and economic growth: a matter of informational problems“, *Centre for Growth and Business Cycle Research Discussion Paper Series* 32, Economics, The Univeristy of Manchester.
- Centeno, Miguel Ángel (1997), “La revolución salinista La crisis de la tecnocracia en México”, *Nueva Sociedad*, No. 152,, pp.78-92.
- CEPAL (2005), “*Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe*”, Santiago de Chile.
- CEPAL (2002), “*Globalización y desarrollo*”, Santiago de Chile.

- CEPAL (2001) “*La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*”, Santiago de Chile.
- Chaturvedi Vaibhav, Brajesh Kumar, Dholakia Ravindra H. (2008), “Inter-relationship between Economic Growth, Savings and Inflation in Asia”. En *Indian Institute of Management Ahmedabad*, Workingpaper 2008-07-01.
- Christian, James W. (1968), “The Dynamics of Economic Growth, Technological Progress, and Institutional Change,” *Journal of Economic Issues* 11 (3), 298-311.
- Clark, Bates (1901) “Wages and Interest as Determined by Marginal Productivity”, 1901, *JPE*.
- Clark, Bates (1899) “The Distribution of Wealth: A theory of wages, interest and profits”.
- Cooper, John (2004), “Dollarisation in Theory and Practice”, *World Economics Journal* 5 (4):79-89.
- Cull, Robert, Lance E. Davis, Naomi R. Lamoreaux y Jean-Laurent Rosentha (2006), “Historical financing of small- and medium-size enterprises”, *Journal of Banking and Finance* 30(11): 3017-3042.
- De Long J.y R. Waldmann (1991), “The Survival of Noise Traders in Financial Markets”. En *Journal of Business* 64(1): 1-19.
- Demirguc-Kunt, A. Y R. Levine (1996), “Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts”. En *Wold Bank Economic Review*, Mayo.
- Diamond, Douglas (1991), “Debt Maturity Structure and Liquidity Risk”. En *Quarterly Journal of Economics* 106 (3): 709-739.
- Dornbusch, Rudiger, Ilan Goldfajn, y Rodrigo O. Valdés (1995), “Currency Crises and Collapses”. En *Brookings Papers on Economic Activity* 2, Brookings Institution, 219- 93.
- Dornbusch, Rudigewr, Y. C. Park y S. Claessens (2000), “Contagion: How it Spreads and How it can be Stopped?”, enero 18 de 2000.
- Easterly, W., N. Loayza y P. Montiel (1997), “Has Latin America's Post-Reform Growth Been Disappointing?”. En *Journal of International Economics*.
- Edwards, S. (2000), “Exchange Rate Systems in Emerging Economies”, *U.S. Department of the Treasury*, Enero.
- Edwards, S. (1998), “Openness, productivity and growth: What do we really know?”. En *Economic Journal* 108, 383-398.
- Edwards, Sebastian y Peter J. Montiel (1989), “Devaluation Crises and the Macroeconomic Consequences of Postponed Adjustment in Developing Countries”. En *Staff Papers, International Monetary Fund* 36 (December), 875-903.
- Eichengreen, Barry (1994), “International Monetary Arrangements for the 21st Century”.
- Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz (1995), “Exchange Market Mayhem: The Antecedents an Aftermath of Speculative Attacks”. En *Economic Policy* 21 (October), 249-312.
- Eichengreen, Barry, Andrew K. Rose, and Charles Wyplosz, 1996, “Contagious Currency Crises”. En *CEPR Discussion Paper* 1453 (Centre for Economic Policy Research).
- Eichengreen, Barry, Donald Mathieson y Bankim Chadha (1998), “Hedge Funds and Fianncial Market Dynamics”. En IMF Occasional Paper No. 166, Washington D.C., IMF.
- Engle, R. F. y K. F. Korner (1995), “Multivariate Simultaneous Generalised GARCH”. En *Economic Theory* 11, 122-50.
- Esquivel, G. y F. Larraín (1999), “Latin America Confronting the Asian Crisis”. En SSRN 141601. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=141601>.
- Esquivel, Gerardo and Felipe Larraín (1998) “Latin America Confronting the Asian Crisis”, trabajo presentado en la conferencia: *The Aftermath of the Asian Financial Crisis*, Washington, D.C., May.
- Eun, C.S. y B.G. Resnick (1988), “Exchange Rate Uncertainty, Forwards Contracts, and International Portfolio Selection”. En *The Journal of Finance* 43(1), pp. 197-215.
- Everling, Oliver (1999), “Mehr als nur zwei Ratings”. En: *Die Bank*, Cuaderno 4/99:252-257.

- Filer, Randall K., Hanousek, Jan and Campos, Nauro (1999). "Do stock markets promote economic growth?", *William Davidson Institute Working Paper* 267, September, University of Michigan.
- Flood, R. y Garber, P. (1984b), "Gold Monetization and Gold Discipline". En *Journal of Political Economy* 92, 90-107.
- Flood, R. y Garber, P. (1984a), "Collapsing Exchangerate Regimes: Some Linear Examples". En *Journal of International Economics* 17, 1-13.
- Flood, R. y Garber, P. (1984), "Perspective on the Recent Currency Crisis Literature", Working Paper, 6380. *National Bureau of Economic Research*.
- Flood, R., P. Garber and C. Kramer (1996) "Collapsing Exchange Rate Regimes: Another Linear Example". En *Journal of International Economics* 41, 223-234.
- Flood, Robert P. & Nancy Peregrin Marion (1997), "Policy Implications of "Second-Generation" Crisis Models". En *IMF Working Papers* 97/16, International Monetary Fund.
- Flood, Robert P., and Nancy Marion (1995), "The Size and Timing of Devaluations in Capital-Controlled Economies" (unpublished; Washington: *International Monetary Fund*).
- FMI (1995), "International Capital Markets: Developments, Prospects and Policy Issues", *World Economic and Financial Surveys*, Washington D.C. (agosto)
- Forbes, K. y R. Rigobon (2002), "No contagion, only interdependence: measuring stock market co-movements". En *Journal of Finance*, 57, 2223-2261.
- Frankel, Jeffrey A. y Andrew K. Rose (1996), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment". En *Journal of International Economics* 41, 351-366.
- Gerlach, Stefan and Frank Smets, 1995; "Contagious Speculative Attacks". En *European Journal of Political Economy*, 11, 45-63.
- Glick R. y A. K. Rose (1998), "Contagion and trade: Why are currency crises regional?". En *Journal of International Money and Finance* 18(4), 603-617.
- Goldfajn, Ilan y Rodrigo Valdés (1996), "The Aftermath of Appreciations". En *NBER Working Paper* 5650 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Goldfajn, Ilan, y Rodrigo O. Valdés (1998), "Are Currency Crises Predictable?". En *European Economic Review*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=99448>
- Goodhart, Charles y Lorenzo Figliouli (1988), "Every Minute Counts in Financial Market". En *FMG Discussion Papers* dp37.
- Granger, C. W. J. y P. Newbold (1974), "Spurious regressions in econometrics". En *Journal of Econometrics* 2, 111—120.
- Griesgraber, Jo Marie y O. Ugarteche (2006), "The IMF Today and Tomorrow: Some Civil Society Perspectives". *Global Governance* 12: 351-359.
- Greenwood J. Y B. Jovanovic (1990), "Financial Development, Growth and the Distribution of Income", *Journal of Political Economy*.
- Gregorio, J., B. Eichgreen, I. Takatoshi y C. Wyplosz (1999), "An Independent and Accountable IMF". En *Brookings Institution Press*, Centre For Economic Policy Research.
- Gurley, John. G. y E. S. Shaw (1955), "Financial Aspects of Economic development". En *American Economic Review*, septiembre 1955.
- Hafianti, Silvi & Brugger Samuel (2008), „Reforming the International Financial System“. En *MGG* 3, Deutsches Institut für Entwicklung.
- Hand, John, R. Holthausen y R. Leftwich (1992), "The effect of bond rating agency announcements on bond and stock prices". En: *Journal of Finance* XLVII:733-752.
- Hendry, D.F. (1980), "Econometrics – Alchemy or Science?". En *Econometrica* 47, 387-406.

- Hens, T. (2001), „Der TMT Bubble“, *Der Schweizer Treuhänder*, Nov., 1147-1154.
- Herrarte, Ainhoa, Medica, Eva y Otero, José (2000), “Modelos de Crisis Financieras”. En *Universidad Autónoma de Madrid, Instituto L. R. Klein, Documento 00/1*, Madrid.
- Holmstrom, Bengt y Jean Tirole (1997), „Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector“. En *Quarterly Journal of Economics* 112 (3): 663-691.
- Jaffee, Dwight & Shleifer, Andrei (1990), "Costs of Financial Distress, Delayed Calls of Convertible Bonds, and the Role of Investment Banks". En *Journal of Business*, University of Chicago Press, vol. 63(1), pages S107-23, January.
- Kamin, Steven B. (1996), "Monetary Policy in the End-Game to Exchange-Rate Based Stabilizations: the Case of Mexico". En *Journal of International Economics* 41(1996), 285-307.
- Kamin, Steven B., (1988), “Devaluation, External Balance, and Macroeconomic Performance: A Look at the Numbers”. En *Princeton Studies in International Finance* 62.
- Kaminsky, G.L., S. Lizondo y C.M. Reinhart (1998), “Leading Indicators of Currency Crises”. En *Staff Papers, International Monetary Fund* 45(1), March, 1-48.
- Kenneth A. Froot, David S. Scharfstein y Jeremy C. Stein (1990), "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation". En *NBER Working Papers* 3250, National Bureau of Economic Research, Inc.
- King, M. A. y S. Wadhvani (1990), “Transmission of Volatility between Stock Markets”. En *Review of Financial Studies* 3:5, 5-33, London School of Economics.
- King, R. Y R. Levine (1992), “Financial Indicators and growth in a Cross-Section of Countries”. En *World Bank Working Paper* 819.
- King, Robert y Ross Levine (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right”. En *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, 717-37.
- Korajczyk, R. A. (1996), “A measure of stock market integration for developed and emerging markets” *World Bank Economic Review*, 10, 267-289.
- Krugman, Paul (1996), “Are Currency Crises Self-Fulfilling?”. En *NBER Macro Annual Conference*, March 8-9.
- Kuznets, Simon (1973, 1979), "Modern Economic Growth: Findings and reflections". En *AER. Population, Capital and Growth: Selected essays*.
- L. Sarno & M. P. Taylor, 2003. "An empirical investigation of asset price bubbles in Latin American emerging financial markets" En *Applied Financial Economics*, Taylor and Francis Journals, vol. 13(9), 635-643..
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny (1996), “Law and Finance”, *NBER Working Paper* 5661, National Bureau of Economic Research.
- Levine, Ross (1997). “Financial development and economic growth: views and agenda”, *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688-726.
- Levine, Ross (1996), “Stock markets: a spur to economic growth”. En *Finance and Development*, 33(1), 7-10.
- Lintner, John (1965), “The Valuation of Risk Assets and The Selection of Risky Investment in Stock Portfolios and Capital Budgets”. En *Review of Economics and Statistics*.
- Lipsey, Philip (2003), “Japan’s Asian monetary Fund Proposal”. En *Stanford Journal of East Asian Affairs* 3 (1), 93-104.
- López Blázquez, Fernando y David Gutiérrez Rubio (2003), “Unbiased estimation in the multivariate natural exponential family with simple quadratic variance function”. En *Journal of Multivariate Analysis* 86 (1): 1-13.
- Lorenzo, Arturo (2006), “Modelos de Corrección de Error No Lineal entre Mercados Accionarios Latinoamericanos y el Mercado Accionario de Estados Unidos”. En *Revista de Análisis Económico* 21(1), 117-129.
- Lucio Sarno & Mark P. Taylor, 2002. "Purchasing Power Parity and the Real Exchange Rate". En *IMF Staff Papers* 49(1).

Bibliografía

- Ludlow, Jorge y Beatriz Mota (2006), “Volatilidad del IPC, NASDAQ y S&P500: Un modelo Garch Multivariado”. En *Análisis Económico*, tercer cuatrimestre, XXI (048), 215-227.
- Maddala, G. S., Wu, S. (2000), “Cross-country growth regressions: Problems of heterogeneity, stability and interpretation”. En *Applied Economics* 32, 635-642.
- Maddala, G. S., Wu, S. (1999), “A comparative study of unit root tests with panel data and a new simple test”. En *Oxford Bulletin of Economics and Statistics* 61, 631-652.
- Markowitz, Harry (1952), “Portfolio Selection”. En *Journal of Finance*.
- Marshall, Jorge (2000), “Movilidad internacional de capitales y desarrollo de los mercados financieros”. En *Exposición de Vicepresidente del Banco Central de Chile*, en el Encuentro Económico “Regulación del Mercado de Capitales”, Santiago, 24 de mayo de 2000.
- Matesanz, D. y G. J. Ortega (2006), “Cross-country hierarchical structure and currency crises”. En *International Journal of Modern Physics* 17 (3), 333-341.
- Matesanz, D. y G. J. Ortega (2005), “Economic growth and currency crisis: a real exchange rate entropic approach”. En *MPRA Paper* 221, 1-14.
- McKinnon, Ronald (1974), “A New Tripartite Monetary Agreement or a Limping Dollar Standard?”. En *Essays in International Finance* 106, International Finance Section, Princeton University, October 1974.
- Meller, Patricio (1984), “Los Chicago boys y el modelo económico chileno: 1973-1983”. En *Apuntes CIEPLAN* 43, Santiago de Chile enero 1984.
- Moguillansky, Graciela (2002), „Inversión y volatilidad financiera en América Latina.“ En *Revista de la CEPAL*, 77, 47-65.
- Neusser, Klaus y Maurice Kugler (1998), “Manufacturing growth and financial development from OECD countries”. En *Review of economics and statistics*. 80 (4), 638-646.
- Obstfeld, Maurice (1996), “Models of Currency Crises with Selffulfilling Features”. En *European Economic Review* 40, 1037-1047.
- Obstfeld, Maurice (1994), “The Logic of Currency Crises”. En *NBER Working Paper* No. 4640.
- Pasinetti, Luigi (2000), “Critique of the Neoclassic theory of growth and distribution”. En *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* 205, 383-431.
- Rainelli, Michel (1988), “Le commerce international”, *La Découverte* 65, Paris.
- Reyes, Giovanni (2002), “Principales Teorías sobre Desarrollo Económico y Social y su aplicación en América Latina y el Caribe”. En *Zona Económica*.
- Rigobon, R. (2001), “Contagion: how to measure it?”. En *NBER Working Paper* 8118.
- Rigobon, Robert (2002), “The curse of non-investment grade countries”. En *Journal of Development Economics* 69(2): 423-449
- Ripley, Duncan M. (1973), “Systematic Elements in the Linkage of National Stock Market Indices”. En *Review of Economics and Statistics* 55 (3), 356-361.
- Rodrik, Dani and Velasco, Andrés (1999), “Short-Term Capital Flows”. En *NBER Working Paper* No. W7364. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=194648>
- Roll, R. (1998), “R2”. En *Journal of Finance* 43:541-566.
- Rose, A. K. y Svensson, L. E. (1995), “Macroeconomic and Political Determinants of Realignment Expectations: Some European Evidence”. *European Economic Review* 40.
- Rose, A. K. y Svensson, L. E. (1994), “European Exchange Credibility before the Fall”. En *European Economic Review* 38, 1185-1223.
- Sachs, Jeffrey D., Aaron Tornell and Andrés Velasco (1996), “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995”. En *Brookings Papers on Economic Activity* 1, Brookings Institution, 147-215.

- Salant, Stephen W & Henderson, Dale W, 1978. "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold". En *Journal of Political Economy* 86(4), 627-48.
- Scharfstein, David y Stein, Jeremy C. (1990), "Herd Behavior and Investment". En *The American Economic Review* 80(3), 465-479.
- Sharpe, William (1964), "Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium". En. *Journal of Finance*, septiembre de 1964.
- Shleifer, Andrei (1990), "Externalidades como motor do crescimento". En *Revista Brasileira de Economia*, Graduate School of Economics, Getulio Vargas Foundation (Brazil), vol. 44(3), April.
- Shleifer, Andrei & Summers, Lawrence H. (1990), "The Noise Trader Approach to Finance," *Journal of Economic Perspectives*". En *American Economic Association* 4(2), 19-33.
- Shleifer, Andrei & Vishny, Robert W. (1990), "Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms". En *American Economic Review*, American Economic Association. 80(2), 148-53.
- Sinclair, Timothy (1994), "Between state and market: Hegemony and institutions of collective action under conditions of international capital mobility". En: *Policy Sciences* 27: 447-466.
- Singh, A. (1997), "Financial liberalization, stock markets and economic development". En *Economic Journal* 107(3), 771-782.
- Stiglitz, Joseph E. (1985), „Credit markets and the control of capital“. En *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 133-152.
- Stiglitz, Joseph E. "The Cambridge-Cambridge Controversy in the Theory of Capital; A View from New Haven: A Review Article". En *Journal of Political Economy* 82(4), 893-903.
- Tobin, James (1992). "Money (for New Palgrave Money and Finance)". En *Cowles Foundation Discussion Papers* 1013, Cowles Foundation, Yale University.
- Tobin, James (1958), "Liquidity Preference as Behavioral Towards Risk". En *Review of Economic Studies*, 25.
- Ugarteche, Oscar (2008), "Entre la realidad y el sueño. La construcción de una arquitectura financiera sudamericana". En *Nueva Sociedad*, 217:14-24.
- Ugarteche, Oscar (1999), "La deuda de América latina y porqué es impagable otra vez". En *Documento preparado para la conferencia inaugural de Jubileo 2000*.
- Ul Haque, Nadeen y Moshin S. Khan (1998), "Do IMF-Supported Programs Work? A Survey of the Cross-Country Empirical Evidence". En *IMF Working Paper*, 1-28, available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=883056>
- Van Klaveren, Jacob (1957), „Die historische Erscheinungen der Korruptio.“ En *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte* 44, 289-324.
- Van Klaveren, Jacob (1957), „Die historische Erscheinungen der Korruptio.“ En *Vierteljahrschrift für Sozial- und Wirtschaftsgeschichte*, 46, 204-231.
- Vilariño, Ángel (2004), "Sobre las dificultades de medición del contagio financiero". En *Documentos de Trabajo del Instituto Complutense de Estudios Internacionales* 2004-4, 1-34.
- Wang, Seok-Dong and Lene Anderson (2002), "Regional Financial Cooperation in East Asia: The Chiang Mai Initiative and Beyond." En *Bulletin on Asia-Pacific Perspectives*, 2002/03.
- Watkins, K., J. Spronk y L. Felix (2004), "Economic Crisis and Firm Contagion: The Mexican Experience". En *SSRN Working Paper Series* 515342, 1-18.
- Wei, Xiao (2001), "Can Indeterminacy Resolve the Consumption Correlation Puzzle?". En *Computing in Economics and Finance* 2001-209, Society for Computational Economics.
- Yule, G.U. (1926), "Why do we sometimes get nonsense correlations between time series? A study in sampling and the nature of time series". En *Journal of the Royal Statistical Society* 89, 1-64.

Páginas web

- AbdalHaq Bewley, Hayy (2005), “Historia de la usura”. En http://www.islammexico.org.mx/Textos/AHaq_Bewley/Historia_de_la_usura.htm.
- Agencia Federal de Noticias (2008), “La Presidente criticó a las calificadoras de riesgo”. En http://archivo.derf.com.ar/despachos.asp?cod_des=233294&ID_Seccion=33, consultado el 15.11.2008.
- ASEAN (2008) En <http://www.aseansec.org/afp/115.htm>.
- Basler Ausschusses für Bankenaufsicht [BAB] (2000), “Credit rating and complementary sources of credit quality information” Workingpaper 3. En <http://www.bis.org/publ/bispapers.htm>.
- Bello, Walden (2008), “Podrá el capitalismo sobrevivir”. En http://www.globallabour.info/es/2008/07/podra_el_capitalismo_sobrevivir.html
- Blaurock, Uwe (2007), “Verantwortlichkeit von ratingagenturen – Steuerung durch Private – oder Aufsichtsrecht?”, ZGR 2007. En <http://www.reference-global.com/doi/abs/10.1515/ZGR.2007.029>
- Borrus, Amy (2002), “The Credit raters: How They Work and How They Might Work Better”, BusinessWeek. En http://www.businessweek.com/magazine/content/02_14/b3777054.htm. consultado el 8-4-2002
- Cocco, Pamela: "Crisis Argentina en los años '90" en Observatorio de la Economía Latinoamericana N° 57, marzo 2006. Texto completo en <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/ar/>
- Constance, Paul y Drosdoff, Dan (1997), “Ansiedad bursátil. ¿Una bolsa de valores efervescente ayuda o pervierte a la economía real?”, Banco Interamericano de Desarrollo. En <http://www.iadb.org/exr/idb/stories/1997/esp/c12f.htm>
- El Economista (2008), “La CE ve "posible" un acuerdo en Ginebra para desbloquear la ronda de liberalización comercial de Doha”. En <http://www.eleconomista.es/economia/noticias/661000/07/08/Economia-Macro-La-CE-ve-posible-un-acuerdo-en-Ginebra-para-desbloquear-la-ronda-de-liberalizacion-comercial-de-Doha-.html>, consultada el 17/07/2008 a las 19:38.
- Félix, Mariano (2005), “Dialéctica de la crisis. Argentina 1991-2001”. Herramienta N° 30. Texto completo en <http://www.herramienta.com.ar/>
- Forbes Investopedia (2009), “Warren Buffett: How He Does It”, texto completo en <http://www.investopedia.com/articles/01/071801.asp?viewed=1>
- GS-Watch (1999), Documento distribuido por la red. Alberto.Ader@gs.com
- Hamed, Amir (2000), “Dioses y usura: una negociación tan larga como compleja”, H. Enciclopedia. En <http://www.henciclopedia.org.uy/autores/Laguiadelmundo/Usura.htm>
- Hamed, Amir (1999), “Viva ahora, pague después: ecología y usura”, H enciclopedia. En <http://www.henciclopedia.org.uy/autores/Laguiadelmundo/Ecologia.htm>
- Ibrahim, Umar (2005), „Una Crítica Islámica de la Economía: La cuestión de la usura.“. En <http://dinarydirham.com/Textos/Una%20Critica%20islamica%20de%20la%20Economia/Portada.htm>
- Mateo, Isabelle (2004), “Report on the Evaluation of the Role of the IMF in Argentina”, 1991– 2001, IEO, IMF. En <http://www.imf.org/External/NP/ieo/2004/arg/eng/index.htm>.
- Moreno García, Elena "Crisis financieras: antecedentes teóricos y su relación con las crisis bancarias". En Contribuciones a la Economía, noviembre 2005. Texto completo en <http://www.eumed.net/ce/>
- Skidelsky, Robert y K. Nikolov (2005), “Regulación del capital: A favor y en contra”. En <http://www2.uah.es/vivatacademia/anteriores/n63/docencia.htm>, consultado en septiembre del 2008.
- Williamson, John (2004), “The Washington Consensus as Policy Prescription for Development” lecture at the World Bank. En <http://www.iie.com/publications/papers/williamson0204.pdf>.

ESTE DOCUMENTO FUE IMPRESO
Y EMPASTADO EN LOS
TALLERES DE



**"LA SOLUCION A TUS PROBLEMAS
DE CORRECCION E IMPRESION"**

www.mitesis.com.mx

Tel. Directo

 **56-19-43-78**

Te atendemos vía telefónica las
24 horas del día de Lun. a Dom.

IUSACELL
04455 **1959-0411**

NEXTEL **1942-1162**

E-MAIL

copilco@mitesis.com.mx
mitesis.martha@gmail.com

solo para Messengers
mitescopilco@yahoo.com
mitesis@msn.com