



# Coyuntura y perspectivas

## 1998, AÑO DE DIVERGENCIA Y CRECIENTE VOLATILIDAD FINANCIERA

ROD ALLISON\*

Las organizaciones financieras internacionales no deben permitir que la economía de Brasil siga la ruta rusa hacia el desorden económico. "Eso no debe pasar, porque en el caso de Brasil las consecuencias serían aún más graves que con Rusia", dijo Gurria.

"El futuro de México atado al de Brasil-Ministro de Hacienda", Reuters, 9 de octubre de 1998.

### MERCADOS FINANCIEROS EN PROCESO DE DIVERGENCIA

Dos aspectos caracterizaron al mundo financiero en 1998: los mercados en divergencia y su creciente volatilidad. El ejemplo más claro de las divergencias se evidencia en las tendencias de las bolsas de valores durante el año. Éstas, en los países desarrollados, tuvieron aumentos significativos, mientras que en los países emergentes sufrieron pérdidas (ver cuadro en la página 131). Naturalmente, hubo varias excepciones: Entre los mercados emergentes, el índice global para Filipinas creció 14.15%, el de Tailandia subió 36.05%, mientras que el de Grecia creció 80.69% y el de Corea del Sur, 100.28%. Entre los países desarrollados, el índice de Austria cayó 3.99%, el de Canadá 5.8% y el de Nueva Zelanda 20.85% durante el mismo periodo.<sup>1</sup>

\* Investigador independiente y profesor de la Universidad Abierta en la Universidad de Manchester, Gran Bretaña.

<sup>1</sup> *The Wall Street Journal*, 30 de diciembre de 1998.

## CRECIENTE VOLATILIDAD

También 1998 fue un año de creciente volatilidad para casi todos los mercados, incluyendo el de Nueva York (NYSE). Indudablemente, esta divergencia y volatilidad reflejan un incremento de incertidumbre entre los inversionistas sobre el futuro, mientras que el gobierno y algunos importantes jugadores del mercado usaban varios métodos para aumentar los precios de las acciones.

El índice Dow Jones industrial cayó aproximadamente el 24 de julio y en septiembre se hizo volátil; así continuó hasta principios de octubre, después subió hasta fin de año, llegando a un pico en noviembre.

Pratima Desai, de Reuters, escribió en octubre:

Michael Metcalfe, estratega de divisas en Natwest Global Markets, cree que una de las variables —la volatilidad— que contribuye al valor de las opciones ya no funciona como debe. "Los movimientos recientes de algunos de los instrumentos financieros han caído fuera del rango estimado por la volatilidad dando el peor escenario posible."<sup>2</sup>

Así, el efecto imprevisto del desorden en los mercados emergentes ha producido un *shock* estadístico que ha desemplazado la volatilidad promedio esperada. Desde luego, los operadores de bolsa más astutos aún pueden ganar con la volatilidad de corto plazo, pero esto se distancia cada vez más de un panorama de grandiosidad, y por esto podrían perder la idea de la tendencia de largo plazo en el mercado. Sin embargo, si la volatilidad está aquí para siempre, bajando también de una manera impredecible, de cualquier modo podría ser difícil identificar una tendencia de largo plazo.

## ¿QUÉ MOVÍA A LOS MERCADOS?

Los factores que influyeron en la baja del índice Dow Jones en la mitad del año incluyeron lo siguiente: la devaluación efectiva del rublo (17 de agosto), la cual causó grandes pérdidas en el fondo de cobertura Long-Term Capital Management; la crisis de sobreproducción, que afectó el precio de mercancías, especialmente del petróleo, y la crisis continua en Asia, particularmente la de Japón.

Mientras tanto, los factores que influyeron al *rally* del Dow desde octubre podrían incluir: el acuerdo con los republicanos para liberar 18.5 mil millones de dólares adicionales para traer más recursos al Fondo Monetario Internacional (FMI), el acuerdo entre el FMI y Brasil anunciado en noviembre, y los tres recortes a la tasa de la Federal Reserve de la Estados Unidos (el 29 de septiembre, 15 de octubre y 11 de noviembre) o la anticipación en el mercado de estos recortes, que redujeron esta tasa clave de 5.5 a 4.75 por ciento.

Los factores que afectaron el crecimiento de los índices de las bolsas en Europa incluyeron: el *rally* en los mercados financieros de Estados Unidos (y los factores que causaron esto) y el cambio de gobierno en

<sup>2</sup> Reuters, 12 de octubre, 1998.

Alemania, en octubre, que revirtió las políticas monetarias previas, y condujo el 11 de diciembre a los 11 estados del euro a recortar, coordinadamente con Estados Unidos, sus tasas de interés.

Entre tanto, la caída de los precios de las mercancías afectó negativamente los mercados emergentes, especialmente donde los ingresos de divisas o los ingresos del Estado dependieron de una sola mercancía. Los precios del petróleo afectaron a México y, especialmente, a Venezuela que ha dependido del crudo no solamente para su ingreso fiscal sino también para sus ingresos de divisas. La incertidumbre sobre los bancos en México también contribuyó a la baja en los precios de las acciones, hasta mediados de diciembre, cuando en el Congreso llegaron a un acuerdo para reemplazar al Fobaproa. Se afectó a Chile por la caída del precio del cobre, que tuvo que ver con la caída de la demanda en Asia, su mercado principal. La bolsa de Brasil sintió presiones cuando Rusia se hundió en la crisis después de la devaluación del rublo el 17 de agosto, porque los inversionistas extranjeros vieron a Brasil como un peligro debido al alto nivel de sus déficit corriente y público, y algunos analistas apuntaron a su moneda, el real, como sobrevaluado. Siendo la más grande de las economías latinoamericanas, el declive en la bolsa de Brasil influyó negativamente en las bolsas de la región, en especial en la de Argentina, que comercia mucho con Brasil (el índice Merval de Argentina cayó aproximadamente en 37% en 1998).

#### LAS INVERSIONES INTERNACIONALES SE MOVIERON HACIA FUERA DE LOS MERCADOS EMERGENTES EN 1998

Parece que los *rallies* registrados en los países desarrollados ocurrieron a expensas de los mercados financieros de los países emergentes y sus economías, porque los inversionistas los percibieron como demasiado riesgosos -algo similar sucedió en 1995 después de la crisis en México- transfiriendo sus fondos a los mercados en los países desarrollados y comprando especialmente los Treasury Bonds de Estados Unidos. A fines de septiembre, el Institute for International Finance (IIF) reportó que los flujos netos privados a 29 mercados emergentes líderes en 1998 eran poco más de la mitad de su pico en 1996, lo que tiene una baja expectativa de recuperación para 1999. El IIF señaló:

Se proyectó que los préstamos netos para los bancos comerciales serán nulos en este año porque los reembolsos netos de las economías de Asia compensarían los préstamos a las economías de los mercados emergentes en otras partes... Los mercados de capital están en una coyuntura crítica y las expectativas para flujos financieros a los mercados emergentes parecen más inciertos que en cualquier periodo desde que se reinició sustancialmente a principios de los noventa.<sup>8</sup>

<sup>8</sup> "Emerging Market Capital Flows Set to Stay Low", Reuters, 29 de septiembre, 1998.

El IIF reportó que los flujos netos privados y oficiales a las economías emergentes en miles de millones de dólares estadounidenses, estuvieron como se muestra en el cuadro de la página siguiente.

No sorprende que por lo que respecta a los flujos privados, el declive más severo en 1998 sea en la región de Asia/Pacífico, con una caída de más de 40 000 millones de dólares entre 1997 y 1998.

El presidente del Banco Mundial, James Wolfensohn, dio números más alarmantes dos semanas después.<sup>4</sup> En la reunión anual del Conference Board, en Nueva York, Wolfensohn dijo que estaba ocurriendo un "apretón global en este momento", haciendo notar que cerca de 150 000 millones de dólares de inversiones habían salido de las economías emergentes durante el año, en comparación con 300 000 millones de dólares que habían entrado a estas mismas antes de la crisis en 1997. Dijo que esta tendencia no podría ser recuperada solamente con inyecciones de capital por organizaciones internacionales, lo que resultaría en un retraso económico global.

En la misma reunión, el ex presidente de la Federal Reserve de Estados Unidos, Paul Volcker, declaró: "En Estados Unidos prosperaremos...[mientras] para los mercados emergentes, es otra historia. Los problemas son mucho más serios."<sup>5</sup>

En América Latina, la fuga de capital durante la segunda mitad de 1998 fue más fuerte en la economía más grande de la región, Brasil, donde un total de 29 000 millones de dólares salió desde agosto hasta la primera semana de octubre, porque los inversionistas se asustaron por la devaluación del rublo el 17 de agosto.<sup>6</sup>

#### CÓMO FALLÓ LA APUESTA SOBRE LA CONVERGENCIA DE LOS MERCADOS: EL CASO DE *LONG-TERM CAPITAL MANAGEMENT*

Los movimientos divergentes de las bolsas de valores mundiales, que están conectados con la manera en que los fondos de inversión salieron de los mercados emergentes hacia los mercados desarrollados, no solamente privaron a las instituciones financieras en los mercados emergentes de fondos invertibles, sino que tuvieron efectos casi catastróficos en un sinnúmero de instituciones financieras muy sofisticadas que operan en los mercados desarrollados. Uno de los acontecimientos durante la segunda mitad de 1998 que hizo presión negativa en los mercados, empezando con los mercados financieros de Estados Unidos, fue la caída virtual del fondo de cobertura Long-Term Capital Management (LTCM), que se menciona arriba. Como en ese momento se pensó, en círculos informados, que la caída de esta institución hubiera podido resultar en el derrumbe del sistema financiero mundial, vale la pena echar un vistazo a su historia.

4 "Ex Fed Volcker expects us Markets Rebound", Reuters, 14 de octubre, 1998.

5 *Ibid.*

6 "History of Brazil Dollar Outflows", Reuters, 8 de octubre, 1998.

## ÍNDICES GLOBALES DEL DOW JONES \*

## Mercados en los países desarrollados

Bolsas de Valores	Cambio en 12-meses % <sup>1</sup>
Bélgica	+62.36%
Italia	+49.79%
España	+45.94%
Francia	+38.85%
Alemania	+28.40%
Estados Unidos	+27.65%
Suiza	+21.89%
Reino Unido	+15.28%
Japón	+3.75%
Australia	+3.71%

## Mercados en los países emergentes

Bolsas de Valores	Cambio en 12-meses % <sup>1</sup>
Venezuela	-56.37%
Brasil	-47.15%
México	-38.78%
Indonesia	-33.59%
Sud Africa	-31.57%
Chile	-28.15%
Taiwan	-18.69%
Hong Kong	-8.99%
Singapur	-5.04
Rusia <sup>2</sup>	-89.58%

\* *The Wall Street Journal*, 30 de diciembre, 1998

1. Crecimiento en términos de dólares estadounidenses en 1998, ordenado en porcentos arriba/abajo.
2. Este número no es comparable directamente con el resto porque viene del índice ruso IRTS del 9 de octubre, 1998.

## FLUJOS PRIVADOS

	1995	1996	1997e	1998f	1999f
• Flujos privados	228.1	307.6	241.7	158.2	158.3
América Latina	43.6	95.9	97.5	85.9	76.0
Europa	38.8	44.5	67.5	44.1	44.2
África/Medio Oriente	8.6	6.2	16.9	8.7	12.8
Asia/Pacífico	137.1	161.0	59.7	19.4	25.4
5 economías asiáticas*	83.8	93.8	-6.0	-24.6	-15.1
• Flujos oficiales	39.7	3.5	40.7	42.2	26.3
América Latina	25.4	-10.6	-3.9	3.8	6.0
Europa	2.9	10.6	8.6	7.2	11.4
África/Medio Oriente	3.0	1.0	-1.6	-0.3	0.6
Asia/Pacífico	8.5	2.5	37.6	31.5	8.3
5 economías asiáticas*	2.5	-2.6	30.9	28.3	5.0

\*Sud Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia, Filipinas.

FUENTE: Reuters, 29 de septiembre, 1998: *Data del IIF sobre Flujos de Capital en los Mercados Emergentes.*

El Long-Term Capital Management fue establecido a fines de 1993 por precarios vendedores de importante casa de bolsa de Wall Street, Salomon Brothers, e incluyó entre sus socios a dos premiados del Nobel de Economía de 1997, Myron Scholes y Robert Merton, quienes elaboraron un modelo para establecer los precios de opciones (productos derivados), después usado para operar los productos derivados globalmente. Se estableció LTCM para atraer solamente a los más ricos inversionistas, gente que pudiera invertir un mínimo de LTCM de 10 millones de dólares, uno de los mínimos más altos de la industria de los fondos de cobertura. En 1994, los rendimientos de LTCM (después del pago de comisiones) fueron de 20%. En 1995 y 1996 los rendimientos llegaron cerca de 40%, deslumbrando a los inversionistas, según *The Wall Street Journal*.<sup>7</sup> Pero en 1997 los rendimientos empezaron a bajar, cayendo a 20%. En 1998, el mismo diario estimó que los rendimientos caerían en un negativo de 50 por ciento.

En el fondo, el fracaso fue el *modus operandi* de LTCM. El Fondo invirtió grandes montos de dinero basado en la idea de que los rendimientos de diferentes valores tienden a una convergencia durante el tiempo. Comprando un valor que parece barato y vendiendo uno que parece caro, y prestando mucho dinero para realizarlo en grandes cantidades, pareció que los rendimientos enormes quedarían garantizados. Pero aquí es donde el LTCM falló. El 21 de agosto, el Fondo perdió 500 millones de dólares porque apostó a que los rendimientos de diferentes valores convergirían, pero sucedió lo contrario.

El dólar fuerte fue central para la política monetaria del secretario de Finanzas de Estados Unidos, Robert Rubin. Era el ancla de la que dependió el LTCM. Basado en la creencia de que el dólar continuaría al alza contra el yen, el LTCM (y otros fondos de cobertura) operaron en *carry trades*, prestando yenes a tasas muy bajas, convirtiendo éstos a dólares y comprando bonos estadounidenses de alto rendimiento, pensando que el yen continuaría cayendo *vis-à-vis* el dólar cuando tenía que pagar estos préstamos en yenes. Pero fue lo contrario. En la segunda mitad del año, el yen empezó a apreciarse en contra del dólar. Los socios del LTCM experimentaron pérdidas de 90% de su capital.

De hecho, la situación fue más seria de lo que se sugiere para los montos mencionados hasta ahora, porque basado en su capital de 4 000 millones de dólares el LTCM había prestado 120 000 millones de los bancos, los que a su vez fueron usados para pedir otro billón de dólares (mil millones de dólares) equivalentes al producto interno bruto de China.<sup>8</sup> Así el LTCM tuvo un apalancamiento muy alto gracias a los préstamos de los bancos más grandes del mundo, y este crédito se usó para jugar en un mercado que resultó cada vez más imprescindible. Dados los enormes

7 "How Salesmanship and Brainpower Failed at Long-Term Capital", *The Wall Street Journal*, 16 de noviembre, 1998.

8 Véase "Hedge Funds: The Gambling Bankers Who Lost a Fortune", *The Times*, 7 de octubre, 1998.

montos de dinero involucrados, no debe sorprender que fuera necesario rescatar al LTCM por los bancos en una operación coordinada por la Federal Reserve de Estados Unidos. El fracaso de LTCM se sintió en los niveles más altos: "Mientras el sistema financiero devenga más y más sensible al cambio, será necesario considerar mundialmente desalentar el apalancamiento excesivo de intermediarios financieros", dijo el presidente de la Federal Reserve de Estados Unidos, Alan Greenspan, a principios de noviembre.<sup>9</sup> "En una economía enlazada globalmente —dijo— el contagio está claramente intensificado por el apalancamiento... Se debe hablar especialmente del apalancamiento no financiero en Asia."<sup>10</sup> Su sugerencia al respecto fue que se eliminaran las garantías del gobierno y del banco central sobre la deuda.

Pero uno de los asuntos más importantes aquí es la manera como uno de los modelos financieros más sofisticados no pudo tomar en cuenta la crisis financiera global: Parece que las estrategias financieras basadas en la ley de promedios estuvieron seriamente mal planteadas en los modelos matemáticos usados por los operadores de valores, que supusieron que esta ley de promedios sí sirvió y que ahora están en duda, en tanto que el mundo real se mueve fuera de las estrechas perspectivas de los inventores de tales modelos. Este *modus operandi* también implica un panorama de los mercados de muy corto plazo. Si el LTCM había cumplido con su nombre, dicen algunos analistas, los diferenciales (*spreads*) podrían gravitar hacia el promedio.<sup>11</sup> Así, a pesar de la sofisticación matemática de la fórmula Black-Scholes para apreciar las opciones (y otras fórmulas similares), fue su estrechez (y, discutiblemente, su optimismo irreal) la que las dirigió a su fracaso -no pudo tomar en cuenta lo que pudo pasar en la economía real. Uno de los analistas más astutos de Wall Street, Joan McCullough, del corredor Bear Stearns, enfatizó hace tiempo que el problema de sobreproducción es la llave de la crisis financiera.

Quizás, si el LTCM hubiera tomado más en serio el descubrimiento de una ponencia publicada en el *Quarterly Review* del Federal Reserve Bank of New York, en 1994, posiblemente hubiera caminado con más tiento: "Así en principio —como la evidencia aquí fuertemente sugiere, en la práctica— la integración financiera no necesariamente tiene mucho impacto sobre las divergencias entre las tasas de interés nacionales, excepto donde los tipos de cambio están fijos o casi fijos."<sup>12</sup>

El caso del LTCM es, por lo tanto, una indicación clara de la profundidad de esta crisis en los mercados financieros en 1998 y de los problemas económicos que están detrás o que acompañan a esta crisis. También indica la desesperación de muchos de los bancos más grandes del mundo,

9 "Greenspan says need to curb financial leverage", Reuters, 5 de noviembre, 1998.

10 *Ibid.*

11 Reuters: artículo de Pratima Desai, 12 de octubre, 1998.

12 Pigott, Charles A., "International Interest Rate Convergence: A Survey of the Issues and Evidence", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, 1994.

los cuales, a pesar de las recientes experiencias (la crisis de ahorros y préstamos de los ochenta, y más recientemente los escándalos de los productos derivados), buscaron mantener sus altos rendimientos promoviendo actividades muy especulativas (usando los fondos de cobertura como un escudo). No obstante, también parece muy probable que los fondos de cobertura (y otras instituciones financieras especulativas de gran tamaño) estuvieran alentados por las instituciones financieras más estables, como son los bancos comerciales y los bancos centrales para asegurar liquidez en los mercados financieros. "Los fondos de cobertura son instrumentales en el aumento de los niveles de liquidez porque compran y venden en grandes cantidades y están especialmente activos en los mercados de bonos y productos derivados más que en las bolsas de valores."<sup>13</sup>

#### LA COMUNIDAD FINANCIERA PUBLICA SUS PREOCUPACIONES

Con países emergentes en derrumbe, como resultado de los desastres financieros que los afectaron durante 1998, podríamos esperar que los administradores líderes de políticas y miembros de la comunidad financiera global darian voz a sus preocupaciones. Y esto sí sucedió. Sin embargo, su angustia fue suavizada por su optimismo sobre la economía y el dominante sistema bancario de Estados Unidos. Así, el 16 de noviembre, el ex jefe del Federal Reserve, Paul Volcker, dijo:

Podría tomar Argentina, Indonesia, Tailandia y Malasia -los sistemas bancarios enteros de esos países son más pequeños que el segundo banco más grande de Pittsburgh, Philadelphia.<sup>14</sup>

Pero los puntos de vista conflictivos tanto entre los administradores líderes de políticas como entre los miembros de la comunidad financiera fueron tan evidentes como la divergencia ocurrida en los mercados. Declaraciones hechas por miembros del Federal Reserve Bank lo ejemplifican. El 5 de octubre, el presidente del New York Federal Reserve, William McDonough, quien es también presidente del poderoso Comité de Basilea del Banco de Pagos Internacionales, advirtió una crisis mundial de crédito, diciendo: "Yo creo que estamos en la crisis más seria desde la Segunda Guerra Mundial... los supervisores de bancos deben alentar a los bancos por todas partes del mundo para que no aprieten su crédito..."<sup>15</sup> Dos días después, Alan Greenspan, presidente de la Federal Reserve, dijo que a pesar de que existían evidencias anecdóticas de lentitud en Estados Unidos, "la verdad del asunto es que tenemos una economía que en este momento... verdaderamente es algo impresionante."<sup>16</sup> No obstante, el

13 "Hedge funds seen tormenting markets", Reuters, 26 de octubre, 1998.

14 "Volcker Says Crisis of Recent Decades May Be Linked", Reuters, 16 de noviembre, 1998.

15 "NY Fed's McDonough warns of credit crunch", Reuters, 5 de octubre, 1998.

16 "Greenspan says still momentum in U.S. economy", Reuters, 7 de octubre, 1998.

consenso tenía que continuar, y por el 20 de octubre, McDonough había modificado sus puntos de vista y declaró que la crisis de crédito no había llegado, a pesar de que:

Tenemos que ser muy cuidadosos con el movimiento pendular en las decisiones riesgosas, el cual se ha movido desordenadamente al extremo de los riesgos excesivos; no se dirige de igual forma desordenada ni tal vez dañina ni peligrosa al otro extremo, al de la aversión a todo riesgo a la que se oponen tanto los valiosos solicitantes de préstamos como los respetables prestamistas.<sup>17</sup>

Al mismo tiempo, parece que el movimiento hacia fuera de la política del dólar fuerte del secretario de Finanzas, Robert Rubin, encontró apoyo en el FMI. El 15 de octubre, el primer director general adjunto del FMI, Stanley Fischer, dijo: "Con el yen en 115 [al dólar], no tenemos que estar preocupados sobre la posibilidad de que China quiera devaluar o necesite devaluar. Esto es muy importante para los otros países [en Asia]..."<sup>18</sup>

Evidentemente, los administradores de decisiones en Estados Unidos no podrían tener todo lo que quisieran, y por eso parece que permitieron que el yen se apreciara contra el dólar como una respuesta a la presión de China, lo cual actuó como la gran esperanza de ser una máquina de crecimiento mundial, especialmente desde fines de 1997, cuando el desorden financiero y el hundimiento económico afectaron a Asia Oriental. Pero China también expresó su gran temor reduciendo su capacidad de exportación debido a la desestabilización potencialmente catastrófica en Asia, si el yen continuaba cayendo *versus* el dólar. Si China devaluaba el yuan, esto conduciría a más desestabilidad en Asia, y esta posibilidad la tuvieron que considerar los administradores de decisiones en Estados Unidos y en otros países en relación con los otros problemas en la economía mundial y en el sistema financiero.

No obstante, el 20 de octubre, Robert Rubin declaró: "Nuestra política sobre el dólar persiste absolutamente sin cambio." Repitió lo mismo una semana después; aun así, el dólar continuaba su descenso frente al yen.

Otro ejemplo más, quizá, de los puntos de vista divergentes expresados por líderes administradores de finanzas es la posición del Banco Mundial, anunciada a principios de diciembre, respecto a que había "un riesgo sustancial" de una recesión global. Se acompañó con un ataque a la política (apretón monetario) con altas tasas de interés del FMI.<sup>19</sup> Su método difiere significativamente de la declaración de Michel Camdessus, quien dijo el 15 de octubre que el mundo evitaría una recesión y que 1999 sería un año algo mejor que 1998.<sup>20</sup>

La segunda mitad de 1998 marcó diferencias serias entre las resoluciones propuestas para las crisis internas y los efectos negativos que éstas podrían

17 "Fed's McDonough says hopes can avoid credit crunch", Reuters, 20 de octubre, 1998.

18 "IMF's Fischer Says Rate Cuts Necessary", Reuters, 15 de octubre, 1998.

19 "World Bank slams IMF policies", Reuters, 2 de diciembre, 1998.

20 "IMF's Camdessus sees world avoiding recession", Reuters, 15 de octubre, 1998.

tener en otros aspectos. Tanto el Banco Mundial como el FMI declararon públicamente la severidad de la situación en Brasil en el otoño de 1998. El 29 de septiembre, un oficial del FMI dijo: "Brasil tiene un déficit enorme y su financiamiento está concentrado en deudas de corto plazo... Esto es una bomba de tiempo."<sup>21</sup> Una semana antes, el Banco Mundial había dicho que estaba preparándose para acelerar sus préstamos a Brasil. Pero el programa fiscal elaborado para satisfacer al FMI, anunciado a finales de octubre, inmediatamente registró la oposición de la comunidad comercial brasileña, que estaba especialmente enojada por el aumento de las tasas a los impuestos. A pesar de que no llegaron a un consenso en el Congreso de Brasil sobre el plan, el FMI supuso que sería finalmente aceptado y anunció el 13 de noviembre un programa de préstamos de 41 000 millones de dólares a Brasil. Las tasas de interés permanecieron altas y la producción industrial continuó cayendo.

Se puede ver la complejidad de los problemas que afectaron a los sistemas financieros y económicos mundiales en la manera como se trataron los asuntos en Asia. Así, a pesar de que la apreciación del yen frente al dólar podría haber reducido el peligro de una devaluación del yuan, el cambio de dirección también fue atacado. "Es un desastre para el mundo si esto continúa, porque vamos a ver otra contracción en la economía de los Estados Unidos con una crisis de crédito por venir", dijo Andrew Ballingal, estratega en jefe en el banco de inversión Schroders Asia en Hong Kong.<sup>22</sup> "Un yen fuerte es un desastre para Japón", dijo Russell Jones, economista en jefe en la casa de bolsa Lehman Brothers, en Tokio, mencionando también que un yen fuerte resultaría en exportaciones de Japón menos competitivas que borrarían uno de los pocos aspectos buenos en la economía recesionaria de ese país, al aumentar las presiones deflacionarias por la baja de precios de importación. "El único apoyo a la economía durante los últimos 18 meses fue del sector de bienes comerciales que en este momento hemos derribado como una muleta que operaba debajo de la economía", dijo.<sup>23</sup>

Al mismo tiempo, el FMI no siempre ha estado de acuerdo con los gobiernos que le han solicitado préstamos, o con los que ha establecido compromiso. Un caso dramático fue Rusia, para la cual el FMI aprobó un préstamo de 11 200 millones de dólares el 20 de julio, como parte de un paquete de 22 000 millones de dólares de prestadores internacionales. Después de la devaluación del rublo el 17 de agosto, Rusia elaboró un plan de crisis, que el FMI no aceptó, porque se alejaba demasiado del proceso de construir una economía de mercado en ese país.<sup>24</sup>

Las agencias internacionales también sufrieron ataques de los países en crisis y de círculos influyentes en Estados Unidos. Los países asiáticos fueron especialmente críticos con el FMI. En octubre, el secretario de

21 "IMF offers no quick fix for Latin América", Reuters, 29 de septiembre, 1998.

22 "Yen rise disaster for Japan, perhaps world", Reuters, 9 de octubre, 1998.

23 *Ibid.*

24 "IMF criticises most of Russia crisis plan", Reuters, 3 de noviembre, 1998.

Estado para Finanzas de Japón, Sadakazu Tanigaki, dijo que "la prescripción tradicional [del FMI]... ya no es apropiada en cada instancia... Pedir a un país con un exceso fiscal apretar más, o pedir a un país que adopte una política de altos niveles de tasas para proteger su tipo de cambio podría resultar más negativo que positivo, invitando a un declive en la economía y más erosión en la confianza."<sup>25</sup> Las llamadas para la abolición del FMI continuaron llegando por parte de algunos economistas, como Milton Friedman. El plan de reforma del Grupo de los Siete países más industrializados (G7) tuvo una recepción mezclada cuando se presentó a finales de octubre. "No hay mucha sustancia allá, muchas palabras finas y el propio sentimiento", dijo a Paul Donovan, economista en jefe en la casa de bolsa Warburg Dillon Read en Londres.<sup>26</sup>

Pero parece que se llegó a un consenso en ciertas cuestiones. El 29 de septiembre, cuando el Comité de Operaciones del Mercado Abierto del Federal Reserve (FOMC) de Estados Unidos se encontraba para decidir si o no recortar sus tasas de interés, se reportó que el vicepresidente de Asia del Este y del Pacífico del Banco Mundial, Jean-Michel Severino, dijo que un recorte de la Federal Reserve tendría un efecto muy importante, especialmente en Asia del Este y el Pacífico.<sup>27</sup> El primero de los tres recortes de 1998 por el FOMC se anunció más tarde ese día.

Estados Unidos, el FMI y el Banco Mundial habían llamado para un recorte de las tasas de interés en Europa durante varios meses en 1998, pero había una gran oposición en contra de esto por parte del líder de los estados del euro, Alemania. Sin embargo, con el cambio de gobierno allí, a finales de octubre, el nuevo ministro de Finanzas, Oskar Lafontaine, realizó por toda Europa una campaña para recortar las tasas, convencido de que eso era necesario para bajar los altos niveles de desempleo en las economías de Alemania y Europa en general. El 3 de diciembre, los 11 estados del euro hicieron un recorte coordinado de sus tasas de interés.

#### 1998 EN SU CONTEXTO HISTÓRICO

Durante noviembre, el ex jefe de la Federal Reserve, Paul Volcker, dijo que las crisis financieras estaban "ocurriendo con más frecuencia y severidad", mencionando que: "Se vale pensar que hay una conexión sistémica entre esos asuntos."

Después de las crisis de los ochenta, desde cerca de 1993, el tono de las declaraciones de la Federal Reserve empezaba a parecer más optimista. Por marzo de 1994, William McDonough, al informar sobre el sistema financiero de Estados Unidos en 1993, dijo: "La condición de los bancos estadounidenses es tan buena hoy como ha sido por algunos años. Los excesos de la década pasada han sido corregidos en gran parte. La salud

25 "IMF prescription no longer universal-Japan says", Reuters, 5 de octubre, 1998.

26 "Instant View on G7 statement on financial system", Reuters, 30 de octubre de 1998.

27 "World Bank says US rate cut would boost Asia", Reuters, 29 de septiembre, 1998.

financiera ha regresado a la mayoría de las instituciones de crédito." Él notaba que los ingresos bancarios estadounidenses para los primeros 9 meses de 1993 fueron de 42 000 millones de dólares, 35% más altos que en 1992 usando una base anualizada.<sup>28</sup>

El año de 1993 pudo ser un momento de cambio en las fortunas financieras de Estados Unidos, pero también anunció los principios de una nueva escena financiera donde Estados Unidos apareció como una isla de estabilidad relativa no afectada por las olas de desórdenes financieros y económicos, que empezaba en México con su crisis financiera, después de la devaluación del peso en diciembre de ese año. Ocurrió en una situación de globalización financiera —donde el capital fluye más fácil y rápidamente entre países— y sirvió para estimular el flujo de capitales del extranjero hacia Estados Unidos, exagerando aún más la divergencia entre los mercados. Japón tuvo grandes inversiones en los US Treasury Bonds, y los analistas notaron que si las tasas japonesas continuaban tan bajas hasta los últimos meses de 1998, no representarían un peligro inmediato para Estados Unidos. No obstante, con el alza del yen y el movimiento hacia arriba de las tasas de interés de Japón durante los últimos meses de 1998, el previo balance apareció menos seguro.

Otra cuestión de importancia es la manera en que la política monetaria interna de Estados Unidos ha tomado cada vez más un significado global, hasta el punto de que los intereses de ese país estarán mejor servidos solamente tomando en cuenta las repercusiones internacionales de sus políticas. Por ejemplo, cuando la Federal Reserve bajó la tasa de la Federal Funds Rate, por última vez en 1998, se podría pensar que esto se dirigiría a una depreciación más del dólar, pero el resultado fue lo contrario. El dólar subió porque una baja en las tasas estadounidenses significa que los precios de las acciones en las bolsas de valores estadounidenses subirán, y por eso los fondos del extranjero fluyeron a dólares para invertir en acciones. De hecho, el ex gobernador de la Federal Reserve, Lawrence Lindsey, quien dijo que "la crisis del crédito es un problema global...[con] la mitad del mundo en una recesión ahora", había avisado antes del primer recorte de tasas el 29 de septiembre y que tal decisión se dirigiría a más "flujos de capital hacia el único lugar seguro, los Estados Unidos", entreteniéndolo más las inversiones fuera de los mercados más débiles y expandiendo más los diferenciales globales entre las tasas.<sup>29</sup> Por lo tanto, parece más y más absurdo ver que algunos administradores de decisiones de Estados Unidos insistan en poner toda la atención en la fuerza de la economía estadounidense aparentando no tener ninguna preocupación sobre lo que está pasando fuera de su país.

El 13 de octubre, la agencia de prensa Reuters entrevistó al economista en jefe de Nationwide Insurance Enterprise, Bharat Nauriyal, cuestionándole si Brasil o China podrían soportar las presiones en sus respectivas

28 Federal Reserve Bank of New York, *Annual Report*, 1994.

29 "What's the Fed looking at", Reuters, 29 de septiembre, 1998.

economías. "Si Brasil pierde la batalla, el desorden va a afectar primero a otros países en América Latina y después a la economía de Estados Unidos. Si China cae, en los mercados emergentes indudablemente convendrá una crisis global", dijo.<sup>30</sup>

El 15 de noviembre, el economista del Massachusetts Institute of Technology, Rudiger Dornbusch, dijo: "Yo creo que Brasil pasará poco tiempo de tranquilidad hasta que otra vez converja al centro de la atención, porque el [FMI] está permitiendo a Brasil continuar perdiendo sus reservas y no está dando ningún incentivo para resolver definitivamente los problemas de su tipo de cambio... Brasil va a explotar hasta el carnaval."<sup>31</sup>

<sup>30</sup> "Nationwide Economist predicts a fragile global economy", Reuters, 13 de octubre, 1998.

<sup>31</sup> Reuters, 11 de noviembre, 1998.

EVENTOS FINANCIEROS CLAVE DURANTE LA SEGUNDA MITAD DE 1998

• 20 de julio	• IMF aprueba un préstamo de \$11.2 mil millones a Rusia como una parte del paquete de \$22.6 billones de prestadores internacionales
• 17 de agosto	• Devaluación del rublo ruso
• 23 de septiembre	• Rescate del LTCM en arreglo por los grandes bancos
• 29 de septiembre	• La tasa de <i>Federal funds</i> de los EEUU recortó por 25 pps al 5.25%
• 1 de octubre	• Jefe del Federal Reserve y jefe del Federal Reserve de Nueva York defienden al rescate de LTCM antes el Comité Bancario del Congreso de los EEUU
• 14 de octubre	• Acuerdo básico entre el Congreso de los EEUU para aumentar los fondos del FMI por \$17.9 mil millones de dólares
• 15 octubre	• Segundo recorte de la tasa de <i>Federal funds</i> por otro 25 pps. al 5.0%
• 30 de octubre	• El G7 anuncia su plan de grandes reformas financieras
• 13 de noviembre	• El FMI anuncia préstamos de \$41 mil millones de dólares a Brasil
• 16 de noviembre	• Japón anuncia su paquete de estímulos fiscales de \$196 mil millones de dólares
• 17 de noviembre	• Tercero recorte de la tasa de <i>Federal funds</i> por otro 25 pps al 4.75%
• 3 de diciembre	• Los 11 fundadores del Euro recortan juntos sus tasas de interés.