



LA SUPERVISIÓN Y LAS CRISIS

José Alfredo Blanco Valdés *

ablanco@secmca.org

I. PRESENTACIÓN

Recientemente, como consecuencia de la crisis financiera y económica mundial, se ha abierto el debate sobre la posibilidad de crear un órgano supervisor global. Si bien esta idea no cuenta con mucho apoyo por parte de los países y entes supervisores nacionales, indica el grado de importancia del tema de supervisión en la crisis actual, y obliga a recordar que el mismo ha sido importante en la ocurrencia de las crisis financieras suscitadas a lo largo de la historia.

En la depresión de 1929, por ejemplo, las autoridades reguladoras trabajaron con base a la “persuasión moral”, advirtiendo la inconveniencia del alza desproporcionada en el precio de los activos. Esta pasividad regulatoria se combinaba con la creciente capacidad de captación de recursos por parte de las entidades que participaban en la bolsa. Por ejemplo, los trusts de inversión para atraer fondos argumentaban que contaban con la “eficiencia combinada de sus gerentes, expertos y consejos de

administración ... y ... que las grandes instituciones bancarias estaban estrechamente ligadas a estas sociedades”. Lo que es más grave, la mayoría de compañías podían inscribirse sin mayores dificultades en la Bolsa de Nueva York y “habían entidades que consideraron prudente...no arriesgarse a contestar el somero y elemental formulario que la Bolsa exigía previamente como información” (Galbraith 1955).

La crisis asiática es otro ejemplo de los efectos de una supervisión inadecuada y, por su importancia, en el presente artículo se hace una referencia especial al tema de la supervisión y el riesgo moral en la gestación de dicha crisis. Esto es más relevante si se toma en cuenta que una parte de la literatura reciente sostiene que la crisis que estamos viviendo hoy se asocia, o se origina, en la crisis asiática; de hecho, la revista inglesa *The Economist*, en su edición del 13 de noviembre de este año anuncia la próxima publicación del libro “*Banking on Basel: The Future of International Financial Regulation*” (Peterson Institute for International Economics, August 2008), escrito por Martin Wolf, en el cual se sostiene esta tesis. Otra razón para abordar con detenimiento el tema de los efectos de la inadecuada supervisión en la crisis asiática, es porque me parece relevante presentar el enfoque que sobre el mismo hiciera en su oportunidad Paul Krugman, a quien recientemente se le otorgó el premio nobel de economía de 2008, y quien ha dedicado buena parte de su producción literaria al

* Secretario Ejecutivo de la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA). Las opiniones expresadas por el autor no necesariamente reflejan los puntos de vista de la SECMCA.



tema. En particular, para Krugman la crisis asiática se debió al estallido de una burbuja especulativa que se manifestó en el precio de los activos y los principales factores que la motivaron fueron la **existencia de intermediarios financieros no supervisados y el riesgo moral en que éstos incurrieron.**

Por último, y refiriéndome a la crisis actual, cabe señalar que varios análisis enfocan su visión en que una supervisión financiera inadecuada en los mercados desarrollados, es uno de los principales “sospechosos” del avance y desencadenamiento de la misma. Este es un tema inobjetable, que sugiere el estudio profundo de la necesidad de nuevos esquemas de supervisión, que no se rezaguen fácilmente ante el acelerado avance de la globalización financiera.

II. EL ENFOQUE DE KRUGMAN ACERCA DE LA CRISIS ASIÁTICA

La crisis asiática ha sido objeto de numerosos análisis realizados por economistas e instituciones financieras internacionales de prestigio, que han estudiado ese fenómeno con el objeto de obtener conclusiones de política que puedan usarse para prevenir las mismas.

Hay dos aspectos acerca de las crisis que generan opiniones diferentes en los círculos académicos: las causas de las crisis y el mecanismo de contagio de las mismas hacia otros países o regiones. Paul Krugman (1998a) realiza un análisis en el que, a

través del análisis de riesgo moral e inversión y del análisis del comportamiento del precio de los activos en presencia de un mercado financiero no regulado - propio de los países emergentes - , permite extraer conclusiones para responder a los dos temas indicados.

2.1 CONSIDERACIONES GENERALES

La teoría convencional acerca de las crisis monetarias (*currency crisis*) hace énfasis en el análisis del comportamiento del tipo de cambio. Hay dos tipos de explicación sobre este fenómeno, generados por los modelos estándar acerca de los eventos que conllevan a una crisis monetaria. La primera, correspondiente a los modelos de crisis de "primera generación" (Krugman 1979) indica que, en presencia de un déficit fiscal financiado persistentemente con la emisión monetaria, el gobierno usa un limitado stock de reservas para mantener un tipo de cambio. Esta política termina por hacerse insostenible, pues los inversionistas anticipan que cuando las reservas caigan a un nivel crítico se dará un ataque especulativo contra la moneda. La segunda, que pertenece a los modelos de crisis de "segunda generación" (Obstfeld 1994) indica que el gobierno escoge entre defender o no la moneda: en el caso que la defiende puede ser que el costo, por ejemplo, de elevar las tasas de interés sea muy alto y, de todas maneras, se dé un ataque especulativo contra la moneda; en el caso de que no la defiende, el ataque especulativo sobre la moneda se puede desarrollar debido a la expectativa de un



futuro deterioro de los fundamentos de dicha variable.

Krugman y otros economistas ya habían previsto un tipo de crisis monetaria en Asia dos años antes de que ésta ocurriera, indicando que el déficit en cuenta corriente de las economías del sudeste asiático era igual o mayor que el presentado por las economías latinoamericanas en 1994, antes de la crisis mexicana. Sin embargo, ni los economistas más pesimistas esperaban que la crisis asiática fuera de la magnitud que presentó; en realidad lo que sucedió en Asia fue algo más que una crisis monetaria (que sí la hubo), pues se presentaron sucesos que magnificaron la severidad de la crisis. La crisis asiática fue de hecho una crisis monetaria¹ y bancaria, que Krugman denomina crisis financiera² con causas que se encuentran en la existencia de un mercado financiero no regulado y de una burbuja especulativa que afectó el mercado de los activos.

La crisis financiera asiática abarcó, por lo tanto, aspectos propios de las crisis monetarias y aspectos específicos de una crisis bancaria debido, esto último, al riesgo moral asociado a las operaciones que realizaban los intermediarios financieros no regulados³.

2.2 LA HIPÓTESIS DE KRUGMAN⁴

Para Krugman la crisis asiática se debió al estallido de una burbuja especulativa que se manifestó en el precio de los activos. Por lo tanto, en la crisis asiática, la crisis monetaria

fue, más que una causa, un síntoma de los problemas ocurridos. Krugman (1998a) indica que el problema surgió con los intermediarios financieros no regulados que, por la falta de supervisión, estaban sujetos al problema del riesgo moral. El excesivo monto de los préstamos con riesgo que tenían esas instituciones generó inflación, no de bienes, sino del precio de los activos⁵, haciendo que la condición financiera de tales intermediarios estuviera sobrevalorada. Cuando la burbuja especulativa estalló, entonces se generó la crisis. Para Krugman (1998b) el factor clave que empujó a Asia hacia la crisis financiera fue el problema del riesgo moral que se dio en las operaciones de crédito por parte de los intermediarios financieros, especialmente en las operaciones de crédito interno.

2.3 LOS FACTORES QUE CAUSARON LA CRISIS

Los principales factores fueron: la existencia de intermediarios financieros no supervisados y el riesgo moral en que éstos incurrieron. Para garantizar claridad en la explicación del comportamiento de los agentes económicos, el supuesto es que los intermediarios financieros no arriesgan capital propio, es decir que en el caso en que hayan pérdidas, el intermediario puede retirarse del negocio, dejando que sus acreedores asuman las mismas.

Krugman (1998a) indica que el riesgo moral generó sobreinversión en la economía y, especialmente, un aumento



desproporcionado del precio de los activos. Este último aspecto sería el que, en definitiva, al generar la burbuja especulativa en el mercado de los activos, propiciaría el estallido de la crisis financiera del sudeste asiático.

Para explicar lo anterior, hay que señalar que el riesgo moral actuó sobre la percepción de los inversionistas acerca de la mejor opción de colocar sus recursos; por ejemplo, si un intermediario financiero logra captar Q.100.0 millones y tiene dos opciones para invertir esa cantidad: la primera opción le significa un valor presente de Q.107.0 millones, mientras que mediante la otra opción puede obtener Q.120.0 millones, si las condiciones son favorables, o solamente puede quedarse con Q.80.0 millones, si las condiciones son adversas. Un inversionista que no sea aficionado al riesgo (risk lover) ni excesivamente tenga aversión al riesgo (risk averter), es decir, un inversionista que sea "neutral al riesgo" (risk-neutral investor) se inclinará definitivamente por la primera opción, porque de esta manera estaría asegurando una ganancia de Q.7.0 millones. Sin embargo, el inversionista escoge la segunda opción, es decir la inversión que presenta riesgo, porque puede ganar, en el mejor de los casos, Q.20.0 millones y en el peor de los casos no va a perder nada pues, como se indicó, no está arriesgando ningún capital propio y puede retirarse tranquilamente del negocio. Por lo tanto, en esta segunda opción el valor de retorno esperado para el inversionista es de Q.10.0 millones (porque o gana Q.20.0 millones o

no pierde nada), en lugar de ser nulo (caso que se daría si asumiera las pérdidas de la segunda opción, cuando las condiciones de la inversión no son favorables).

La distorsión en la decisión de inversión, generada por el riesgo moral que surge como consecuencia de la existencia de intermediarios financieros no regulados, ocasiona una pérdida para la sociedad en su conjunto, pues en lugar de que el retorno neto esperado sobre el capital invertido sea de Q.7.0 millones, el mismo se reduce a cero.

El anterior razonamiento sirve de base para explicar cómo en Asia se generó sobreinversión y aumento del precio de los activos.

• LA SOBREENVERSIÓN

Krugman explica la sobreinversión utilizando una función de producción de forma cuadrática, así:

$$Q = (A+u)K - BK^2$$

Donde "u" es una variable aleatoria que representa incertidumbre en la decisión para invertir. Por simplicidad se asume que se trata de una pequeña economía abierta a una tasa de interés mundial fija y que la tasa de interés real es cero. En esta economía el capital generará su producto marginal, así:

$$R = A + u - 2BK$$



En ausencia de distorsiones el capital será invertido hasta el punto en que el retorno esperado iguale el costo de los fondos, que se han definido como iguales a 1. Por lo tanto, en una economía sin distorsiones se tiene:

$$K = (A + Eu)/2B$$

Supóngase que por ejemplo $A = 2$, $B = 0.5$ y " u " una probabilidad igual de ser 0 o ser 1. El nivel de inversión, en ausencia de distorsiones, sería de $K = 2.5$; sin embargo, en presencia de intermediarios financieros que incurren en riesgo moral, el nivel de stock de capital aumentaría a 3. La sobreinversión que se genera reduciría el bienestar esperado debido a que, tal y como ya se apuntó, el aumento en el retorno esperado de la inversión no compensaría las posibles pérdidas que se darían si las condiciones de inversión llegasen a ser adversas.

El mismo razonamiento nos ayuda a comprender el evento más importante en la crisis asiática: **la formación de una burbuja especulativa en el precio de los activos.**

• EL PRECIO DE LOS ACTIVOS

En el caso de la sobreinversión se supone que la oferta de bienes de capital es perfectamente elástica, por lo que un aumento en la demanda de inversión genera automáticamente un aumento en el volumen de inversión. En el caso del mercado de activos se supone que la oferta de los

mismos es imperfectamente elástica, por lo que el impacto no se da en las cantidades sino en los precios.

El mecanismo de asignación de precios: para ejemplificar lo que sucedió en Asia en el mercado de activos, Krugman supone que el único activo disponible es la tierra. En un modelo de dos períodos, el primero propicia la venta de la tierra, mientras que en el segundo el inversionista puede obtener una renta como consecuencia de la explotación de la tierra adquirida. Una unidad del recurso tierra se pone a disposición de los inversionistas, se espera que ese factor de trabajo genere una renta de Q.25.0 miles con dos tercios de probabilidades, mientras que generaría una renta de Q.100.0 miles con un tercio de probabilidad. Esto quiere decir que el valor esperado de la renta a obtener en el segundo período es de Q.50.0 miles (dos tercios de Q.25.0 miles más un tercio de Q.100.0 miles). Esto es válido si el inversionista es neutral con respecto al riesgo.

Se supone ahora que, tal y como se ha venido trabajando, el inversionista es un intermediario financiero no regulado y que no arriesga su propio capital. En éste el precio de la tierra no se establece con el valor futuro esperado de la tierra (Q.50.0 miles) sino con base en el *valor de Pangloss*⁶, el cual en este caso sería de Q.100.0 miles. Como se puede esperar la tierra será vendida al intermediario financiero y el precio de la misma



terminará siendo el doble de lo que sería en una economía sin distorsiones.

Si el ejercicio se extiende a tres períodos con los mismos supuestos para el tercer período de los que se utilizaron en el segundo, qué pasaría en el caso de una economía sin distorsiones (sin la presencia de intermediarios financieros no regulados): el valor esperado de renta para el tercer período también sería de Q.50.0 miles (porque al igual que para el segundo período existiría un tercio de probabilidades de obtener Q.100.0 miles y dos tercios de probabilidades de obtener Q.25.0 miles), por lo que éste sería el precio de la tierra al final del segundo período. El precio para el primer período sería igual al retorno esperado en ese período, es decir, la renta esperada en el segundo período, que es de Q.50.0 miles, más el precio esperado de venta, que es de Q.50.0 miles; por lo tanto, el precio de la tierra en el primer período es de Q.100.0 miles. Como se puede observar, en una economía sin distorsiones el precio de los activos bajaría a lo largo del tiempo: en este caso bajaría de Q.100.0 miles a Q.50.0 miles.

En el caso en que los intermediarios financieros no regulados participen en el mercado de los activos, el mismo procedimiento aplicado en el párrafo anterior, nos lleva a la conclusión de que el precio de la tierra en el segundo período sería de Q.100.0 miles (el valor de *Pangloss*), mientras que en el primer período sería de Q.200.0 miles (también el valor de *Pangloss*). Por lo tanto, en el

modelo de tres períodos, al igual que en el modelo de dos períodos, el precio de la tierra también sería el doble si la economía presenta distorsiones (participación de los intermediarios financieros que incurren en riesgo moral). Este análisis es válido para un modelo con múltiples períodos.

Finalmente, hay que considerar dos posibilidades: la primera, que el cambio en el régimen es exógeno; es decir, que existe la posibilidad de que el Gobierno anuncie en el segundo período que los acreedores de los intermediarios ya no estarán garantizados por el Gobierno. En este esquema, no obstante todos los agentes económicos actúan entendiendo que existe la posibilidad de una reducción en el precio de los activos, tales precios son fijados como si esa posibilidad no existiera; es decir, predomina el criterio del valor de *Pangloss*.

El caso interesante es cuando el régimen es endógeno. En este caso se sabe de antemano que el Gobierno rescatará a los acreedores de los intermediarios una sola vez, por ejemplo en el segundo período. El esperar una renta menor a la que se obtendría con el valor de *Pangloss* en el segundo período significa que los acreedores de los intermediarios necesitan ser rescatados en ese período y, por lo tanto, los futuros acreedores podrían no esperar lo mismo. En este contexto, colapsan los intermediarios y el precio de la tierra cae de 100.0 miles a una renta esperada de 50.0 miles. Esto, en esencia, significa que se ha dado una corrección del



precio de los activos y que, por lo tanto, ha estallado la burbuja especulativa en el mercado de activos.

2.4 *EL CONTAGIO DE LA CRISIS ASIÁTICA HACIA EL RESTO DE LA REGIÓN*

Para finalizar se hará referencia al último de los temas que se indicaron al inicio del presente artículo: cómo se explica el mecanismo de contagio de la crisis asiática.

En este tema existen varias opiniones. Baig y Goldfajn (1998) mencionan tres enfoques sobre el particular:

El **primero** sostiene que a raíz de la depreciación del yen con respecto al dólar, que se inició en 1995, se apreció el tipo de cambio real de las monedas de los cinco países asiáticos considerados (Malasia, Indonesia, Tailandia, Corea del Sur y Filipinas) pues tales monedas estaban ligadas al dólar. Esto hizo que el sector exportador de los países mencionados se volviera menos competitivo, se exportara menos y, por lo tanto, surgieran presiones sobre sus monedas. Esta posición presenta algunos problemas: 1) no obstante la depreciación del yen, la apreciación real del tipo de cambio en las economías afectadas no presentó cambios significativos con respecto a sus movimientos estacionales, y, 2) la depreciación del yen con respecto al dólar se dio mucho tiempo antes al estallido de la crisis asiática, lo que no permite una asociación clara de tales fenómenos.

El **segundo** es que la crisis se expandió rápidamente como consecuencia de los vínculos comerciales entre los países afectados. Esta posición presenta la inconveniencia de que al evaluar el porcentaje de comercio intrarregional, el mismo resulta poco significativo con respecto al total de comercio en el que participan esos países, pues la mayor parte de transacciones de esa naturaleza se realizan con Japón y Estados Unidos.

El **tercero** es el más importante y el que más se acerca a lo sucedido. Este argumento es el que, en esencia, es apoyado por Krugman: Guillermo Calvo (1996) se refirió a que los inversionistas tienen una especie de comportamiento con respecto a los países emergentes. Calvo llama a ese fenómeno "comportamiento en masa". Se trata de que cuando ocurre una crisis financiera en un país emergente, los inversionistas, en principio, retiran automáticamente sus recursos de todos los países emergentes cercanos al país en el que se originó la misma. Esto, por lo tanto, hizo que el contagio al resto de la región asiática haya sido inmediato.

III. LA SUPERVISIÓN Y LA CRISIS ACTUAL

Una supervisión inadecuada, como se indicó, es uno de los principales "sospechosos" de la actual crisis financiera y económica global. Esto ha motivado diversas opiniones de cómo, desde el punto de vista de la regulación, puede



estructurarse un nuevo esquema de supervisión financiera.

Uno de los problemas fundamentales al abordar este tema es lo que se conoce como el “dilema original” de la supervisión; es decir, mientras que las regulaciones internacionales requieren cumplimiento, las naciones demandan soberanía. En efecto, los entes reguladores nacionales no quieren ceder terreno a reglas o normativa internacional. Según *The Economist* (edición del 13 de noviembre), este fue el problema de Basilea I, cuyos estándares fueron razonablemente fáciles de negociar y administrar, pero que precisamente esa fue su debilidad, pues los bancos empezaron a favorecer actividades riesgosas que escapaban a dichos estándares. Derivado de ellos, los esfuerzos de crear Basilea II, iniciados en los noventa, exigieron a los bancos ser más sofisticados en cuanto a los modelos de evaluación de riesgos y requerimientos de capital. Pero el costo fue alto, pues las negociaciones, basadas en el deseo de los gobiernos de buscar ventajas para sus bancos, han durado muchos años. Así, indica *The Economist*, que aún cuando Basilea II no se ha puesto en práctica, ya necesita actualizarse; además, se indica que la supervisión ya necesita extenderse de los bancos a cualquier institución financiera cuya quiebra pueda amenazar la estabilidad financiera. Esto podría incluir la supervisión de algunos fondos de cobertura y compañías financieras no bancarias como GE.

En el contexto descrito, la reunión del G-20 realizada el pasado 15 de noviembre en

Bretton Woods, tuvo el tema de la supervisión financiero como uno de sus principales puntos. El comunicado emanado de dicha reunión reconoce que “Las autoridades, reguladores y supervisores de algunos países desarrollados no apreciaron ni advirtieron adecuadamente los riesgos que se creaban en los mercados financieros, no siguieron el ritmo de la innovación financiera ni tomaron en cuenta las ramificaciones sistémicas de las acciones regulatorias locales”. Entre las acciones inmediatas para actuar antes del 31 de marzo de 2009 se incluyeron: “aumentar la transparencia de los mercados, reforzar la regulación financiera, poner límites a las remuneraciones excesivas de los directivos y un mayor control de las actividades de las entidades financieras internacionales” (un detalle debe revisarse en el citado comunicado).



IV. REFLEXIONES

1. El rezago de la supervisión respecto del dinamismo de los sistemas financieros, al igual que la ocurrencia de las crisis, es un fenómeno recurrente.
2. El enfoque de Krugman sobre la crisis asiática es importante para el caso de países en los que existe un amplio sector financiero no regulado. Krugman permite identificar claramente que una crisis puede iniciarse como consecuencia de la existencia de intermediarios financieros no regulados, los cuales basan sus decisiones de inversión en el *criterio del valor de Pangloss*⁶, es decir, incurriendo en un riesgo moral al tomar decisiones especulativas basados en la confianza de que, de incurrirse en pérdida, son otros agentes económicos los que se verían afectados.
3. Es importante la explicación del rápido contagio de la crisis hacia otros países o regiones. En este sentido, resulta interesante la explicación del comportamiento en bandada (Herd investors behavior) que se da entre los inversionistas al observar que hay problemas de crisis en un país emergente: todos retiran sus capitales de la región cercana, sin siquiera evaluar los fundamentos de las economías de la región que se trate.
4. Como se indicó, el rezago de los esquemas de supervisión, como las crisis financieras, son fenómenos recurrentes. Por lo tanto, los sistemas de supervisión del sistema financiero regional deben reforzarse continuamente, pues el riesgo moral y la innovación financiera siempre operan con una dinámica acelerada, lo que debe contrarrestarse con supervisión preventiva adecuada y esquemas apropiados de redes de protección bancaria.
5. En un mundo en el que la globalización financiera es la regla, es importante la coordinación entre los entes supervisores de los países de la región, así como la puesta en práctica de la supervisión consolidada.
6. Y, por último, la adecuada supervisión financiera apoya la estabilidad macroeconómica, pero también prácticas inadecuadas de política macroeconómica también pueden poner en riesgo los esfuerzos de los entes supervisores, por lo que la coordinación entre éstos, bancos centrales y, en lo que competa, con los ministerios de hacienda o de finanzas, a nivel nacional y regional, es obligatoria.



REFERENCIAS

Baig Taimur y Goldfajn, Ilan. IMF Working Paper No. WP/98/155. *Financial Market Contagion in the Asian Crisis*. Noviembre, 1998.

Calvo, Guillermo (1996), *Capital Inflows and Macroeconomic Management: Tequila Lessons*, International Journal of Finance and Economics, Vol. 1, July.

Galbraith, John Kenneth. *El Crash de 1929*. Edición en español impresa en España por Group Almes. 2007.

G-20. Comunicado de su reunión realizada en Bretton Woods el 15 de noviembre de 2008.

Kaminsky, Graciela I. and Reinhart, Carmen M. *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers. Number 544. March, 1996.

Krugman, Paul. *A model of balance of payments crises*. Journal of Money, Credit, and Banking. 11: 311-325.

Krugman, Paul. *What Happened to the Asian Miracle?*. Fortune, August 18, 1997.

Krugman, Paul. *Currency Crises*. Paper prepared for the October, 1997 National Bureau of Economic Research Conference (NBER).

Krugman, Paul. *What Happened to Asia?*. For a Conference Held in Tokyo, Japan. January, 1998a.

Krugman, Paul. *Will Asia Bounce Back?*. Speech for Credit Suisse First Boston, Hong Kong, March 1998b.

Demirguc-Kunt, Asli y Detragiache Enrica. Journal of Economic Literature: E44, G21. *The Determinants of Banking Crises: Evidence from Developed and Developing Countries*. May, 1977.

Caprio Jr., Gerard. The World Bank, Development Research Group. *Banking on Crises: Expensive Lessons From Recent Financial Crises*. June, 1998.

Obstfeld, Maurice. *The Logic of Currency Crises*. Banque de France, Cahiers économiques et monétaires No. 42. 1994.

The Economist. Edición del 14 de noviembre de 1998.

The Economist. Edición del 13 de noviembre de 2008.

1. Caprio (1998) indica que las crisis monetarias se refieren a movimientos repentinos en el tipo de cambio, así como a un agudo cambio en los flujos de Capital. Por otro lado, indica que las crisis financieras se originan en insolvencia en el sistema bancario y en el colapso del precio



de los activos, sobre todo de las acciones y el mercado de valores (*Securities*).

2. Al hablar de crisis financieras, se puede convenir que se está hablando de los dos fenómenos: crisis monetaria y crisis bancaria.

A partir de la década de los años ochenta las crisis bancarias se han venido dando con creciente frecuencia. Actualmente existe un debate en los círculos académicos acerca de si las crisis monetarias preceden a las crisis bancarias, o bien, si las últimas preceden a las primeras. Los resultados de muchos estudios no definen con certeza el orden de los eventos mencionados. Sin embargo, Kaminsky y Reinhart (1996) indican que muchos países que han experimentado crisis monetarias también han tenido crisis bancarias en el momento en que hay turbulencia en sus mercados cambiarios (por ejemplo: México, Finlandia, Noruega y Suecia). Las autoras concluyen en que, no obstante el tema de causalidad permanece nebuloso, el saber que se está gestando una crisis bancaria contribuye a predecir una crisis monetaria. Por otro lado, las autoras encontraron muy poca evidencia de que las crisis de balanza de pagos generan crisis bancarias.

3. En Tailandia, por ejemplo, los intermediarios financieros no bancarios (*finance companies*) se endeudaron con préstamos de corto plazo, para a su vez realizar préstamos a inversionistas que especulaban, especialmente, en el mercado de bienes raíces. En Corea del Sur sucedió

lo mismo, sólo que con bancos que en teoría deberían haber estado regulados por un órgano supervisor.

4. Existen otras hipótesis de valioso contenido. El mismo Krugman (1998b) indica que una teoría valiosa, aún y cuando no la comparte del todo es la de Jeffrey Sachs, la cual se denomina «Teoría del Pánico».

5. Sobre este aspecto, es interesante mencionar que recientemente se ha venido estudiando el efecto que sobre la inflación ejerce el precio de los activos; de hecho, según *The Economist* (1998) en Estados Unidos ya se han hecho intentos de calcular la inflación tomando en cuenta los mencionados valores.

6. Criterio por medio del cual se considera que la mejor expectativa de la renta a obtener es la que hay que tomar al decidir entre dos o más opciones. Esto es así porque si sucediera la opción no deseada, no se perdería nada, pues existe la posibilidad de abandonar el negocio de inversión y dejar que otros sean los que respondan por las pérdidas.