

Globalización, moneda y finanzas

David Ibarra, *Sede Subregional de la CEPAL en México*

I. Antecedentes y visión general

El mundo ha experimentado transformaciones enormes en los terrenos de la economía y la política en el medio siglo que sigue a la posguerra. En particular, el desmoronamiento del socialismo y la convergencia ideológica subsecuente se traducen en la esfera de la política y del mercado, en predominio de la democracia liberal como mecanismo de coordinación de la esfera económica.

Junto al desmoronamiento del bloque socialista, el hecho más trascendente está constituido por la globalización económica, con la desaparición paulatina de fronteras y del proteccionismo que antaño dividían en compartimentos estancos a la economía mundial. La magia de los mercados integrados se ofrece como vía de elevar la eficiencia en el uso de los recursos, corregir los males del gigantismo burocrático y ensanchar los derechos o capacidades de elección de los agentes económicos y consumidores, en tanto individuos.

Sin duda, la interdependencia entre los países del mundo, con su intercambio floreciente de bienes, servicios y fondos de inversión, se ve como fundamento de una prosperidad siempre próxima sustentada en el aprovechamiento de las oportunidades de comercio e inversión en un mundo sin trabas recíprocas. Y hay razones para esperar tales resultados si se examinan algunos datos empíricos. Uno está dado por la experiencia cercana de los países del sudeste asiático que con estrategias decididamente exportadoras -aunque también intervencionistas, cuando no autoritarias- han abordado procesos espectaculares de modernización económica apenas empañados por algunos acontecimientos recientes. Otro, deriva de la observación frecuentemente citada de que el comercio mundial viene creciendo a tasas que duplican (6.3% anual entre 1989 y 1997) las de la producción también universal (3.3% en los mismos años).[1/](#)

Con todo, esos hecho esperanzadores de largo plazo quedan desdibujados por otros efectos, acaso de más corto término, de la integración universal de mercados e ideologías. La primera interrogante que surge se relaciona con la disparidad evolutiva entre intercambio y producción mundiales. El comercio se fortalece, a juzgar por la comparación de las tasas medias de crecimiento de las últimas dos décadas (4.3% y 6.5% de expansión anual respectivamente), en tanto que el ritmo de ensanchamiento del producto global mantiene una tendencia al estancamiento o la contracción (apenas 3.3% de crecimiento anual entre 1975 y 1997), incompatible con las exigencias insatisfechas del empleo de la fuerza planetaria de trabajo.

La combinación de los hechos señalados acaso apunta a explicar la vitalidad del intercambio como expresión temporal de los cambios institucionales registrados en el

mundo, sin que ello se haya traducido en reanimación generalizada de las bases productivas, sustentada en el ensanchamiento de la demanda efectiva, sobre todo del consumo. Adviértase sobre el particular la presencia de fenómenos generales y de otros de ámbito más restringido. La integración de mercados ha llevado a la remodelación a escala universal de los eslabonamientos interindustriales, no sólo debido a la supresión de trabas al comercio, sino también a la revolución tecnológica y de comunicaciones que torna ubicuas a la producción y el ensamblaje. Ello implica un proceso finito y doble de reconstrucción de las nuevas vinculaciones productivas globalizadas y de destrucción de muchos de los antiguos encadenamientos nacionales. Hay, en consecuencia, creación y desaparición de fuentes productivas y de empleo que afectan de modo muy distinto a países y capas sociales.

Se ha afirmado que las consecuencias del cambio institucional son temporales, finitas, en cuanto a imprimir dinamismo permanente al intercambio en tanto la producción y el consumo mundiales sigan comparativamente deprimidos o estancados.[2/](#)

Hasta ahora parece gestarse un equilibrio keynesiano, subóptimo, a escala internacional. En general, los ganadores han sido pocos y los perdedores muchos. Todavía es limitado el número de naciones del Tercer Mundo que han podido insertarse exitosamente en la nueva economía universal; además, tanto en los países en transición como en aquellos donde el libre cambio ha tomado el lugar de políticas sustitutivas de larga data, se efectúan reajustes masivos de sus sistemas productivos e institucionales que afectan negativamente a grandes segmentos del empresariado y de la población, mientras los beneficios resultan concentrados en los pocos conglomerados modernos, sean locales o de mayor escala.

La transnacionalización del comercio y las mudanzas en la naturaleza de las ventajas corporativas quedan plenamente demostradas en el hecho de que los grandes conglomerados planetarios controlan más del 40% del intercambio y alrededor de un tercio de la producción mundial. Poco a poco las ventajas comparativas de los países se transforman en ventajas comparativas de las grandes empresas transnacionales, cuyos productos dejan de ser propiamente europeos, japoneses, americanos o de cualquier otra nacionalidad (Ibarra, 1994). De aquí que, aun sin las proclividades librecambistas de las instituciones financieras internacionales o de los gobiernos de la OCDE, los países del Tercer Mundo enfrentan el dilema de incorporarse a las redes transnacionalizadas de producción y comercio o quedar marginados de la revolución tecnológica y de la dinámica del nuevo orden económico internacional.

La concurrencia entre empresas globalizadas lleva a producir e intercambiar donde más se abaratan los costos o se obtengan ventajas especiales, independientemente de los efectos que produzcan en el ingreso, el empleo o el crecimiento de las economías nacionales. Así se abre una brecha difícil de salvar entre el dominio de una economía universal y las exigencias político-democráticas acotadas a los ámbitos nacionales.

La dramática caída en los salarios mínimos reales o del salario medio por hora en los Estados Unidos (Lawrence, 1994; Wood, 1994; Gottschalk y Smeeding, 1997; Levy y

Marnane, 1992, y Richardson, 1995) (45% y 14%, respectivamente, entre 1973 y 1992), el no menos preocupante problema del desempleo abierto europeo (10-12%) o la expansión desmesurada de los sectores informales y de la marginación en América Latina, constituyen llamadas de atención sobre procesos que pueden dañar el tejido social de los países. Ya sea que esos fenómenos concentradores del ingreso y empobrecedores de los mercados nacionales de consumo se atribuyan a la transnacionalización de la competencia por mano de obra barata o a una revolución tecnológica que desplaza el trabajo no calificado por mano de obra capaz de usar los sistemas modernos productivos y de computación, las consecuencias son las mismas: marginación, disparidades distributivas crecientes, mayores presiones migratorias en sentido Sur-Norte y debilitamiento de la confianza en los gobiernos y en las propias instituciones democráticas.

Quizás a muy largo plazo los procesos que tornan ubicua a la producción alteren la división internacional del trabajo y favorezcan el acercamiento de los salarios y de las oportunidades de mejoramiento social en beneficio de los países pobres que resulten capaces de educar a su mano de obra y atraer a la inversión extranjera. Sin embargo, en el corto plazo, las dos premisas en que parece asentarse el paradigma dominante -libertad de mercados y modernización democrática- parecen caminar en sentidos encontrados.

La fusión planetaria de las economías viene creando valores, instituciones, reglas, prácticas que trascienden los espacios nacionales y obligan o limitan la acción de los más diversos gobiernos. En tales circunstancias, se debilita el poder del Estado-Nación en tanto núcleo básico de la organización política de los países. Adviértase que la democracia se articula precisamente dentro del Estado-Nación, dando por supuesta una soberanía que al monopolizar los medios coercitivos es capaz de servir fielmente a las demandas de su población sin interferencias ajenas. Por eso, al debilitarse la soberanía del Estado-Nación por aceptar reglas, intereses o compromisos foráneos, se segregan funciones cada vez más amplias de lo que antes constituía jurisdicción propia del juego democrático de los países.

En consecuencia, la democracia, vista como empresa colectiva que busca objetivos fundamentalmente relacionados con la justicia y la igualdad, resulta empobrecida, fonnalizada, frente a la explosión avasalladora de las libertades económicas individuales. En el lenguaje de la eficiencia y de los mercados libres, no tienen posibilidad de expresión los reclamos sociales de los desempleados o de las clases medias depauperadas. Tal vez, a largo plazo un sucedáneo equilibrador de las polarizaciones provocadas por el libre cambismo quede constituido por estatutos universales sobre los derechos humanos.

Hoy por hoy, sin embargo, los Estados nacionales no pueden abdicar a la función de equilibrar las diversas fuerzas sociales. De aquí que frente al darwinismo de los mercados liberados, los gobiernos hayan debido incrementar sustancialmente el gasto compensador dedicado a las redes de protección social. Así, en los últimos veinte años, los países de la OCDE han acrecentado las erogaciones de ese tipo, del 10% al 20-25% del producto. Y otro tanto ocurre en las naciones latinoamericanas donde el grueso del gasto público -del

40% al 50%, con pocas excepciones- se dedica precisamente a ese propósito. [3/](#) Con todo, ante los apremios competitivos universales, más que del lado de los impuestos, la función redistributiva de los gobiernos ha llevado a elevar las asignaciones destinadas a las redes de seguridad social o al combate a la pobreza.

Como es fácil apreciar, ya se llega a límites difíciles de rebasar, lo mismo en términos de las resistencias de las sociedades al aumento de la tribulación o de las exigencias de la concurrencia entre países por reducir costos y atraer inversionistas. Por eso, las tensiones políticas en torno a los Estados de bienestar en las naciones desarrolladas empujan acatamientos en los beneficios sociales expresados en flexibilización de los mercados laborales, revisión de los sistemas de salud y de pensiones, y de otra gran variedad de medidas limitativas de las transferencias sociales de los gobiernos. Y simultáneamente impulsan normas de competencia internacional que los resguardan de los llamados *dumpings* ecológicos o de regulaciones laxas de trabajo en las zonas de desarrollo.

De modo análogo, en muchos países del Tercer Mundo la necesidad de reconstruir las redes de seguridad social y compensar los efectos de la marginación o empobrecimiento de grandes segmentos de los ciudadanos, ha llevado a restringir otros gastos prioritarios y a implantar reformas importantes en los regímenes laborales y de protección social. También aquí se topan ya con escollos casi insalvables, por las debilidades fiscales para atender simultáneamente las exigencias aplazadas de formación de capital social básico y el combate prioritario a las presiones inflacionarias.

La intensificación de los problemas sociales no ha sido el único costo de la mayor eficiencia estática en la asignación de los recursos a escala planetario. También está el acrecentamiento de la inestabilidad usual de los mercados (Kindleberger, 1978 y 1984; Cohen, 1997). La larga lista de las crisis económicas recientes atestigua que la acción colectiva de los agentes económicos está lejos de seguir siempre un comportamiento racional. La codicia y expectativas desproporcionadas de ganancia, validadas por amplias facilidades monetarias o crediticias, han alimentado a lo largo de siglos auges financieros insostenibles que luego revierten en desplomes ruinosos al cambiar abruptamente la conducta de los propios agentes económicos.

Hoy en día se han acentuado la profundidad y la frecuencia de oscilaciones cíclicas que cada vez se circunscriben menos al ámbito de un país determinado. Cabría señalar la influencia de algunos fenómenos que contribuyen poderosamente en esa dirección. En primer lugar, está el hecho de que los mercados financieros registren el grado más alto de integración comparativa, a la par de realizar operaciones casi instantáneas, aprovechando la tecnología moderna de las telecomunicaciones. Eso mismo establece un marcado contraste entre los enormes volúmenes de la liquidez mundial susceptibles de desplazarse y las reservas o las capacidades compensatorias de cada gobierno considerado aisladamente. Asimismo, los mecanismos internacionales de coordinación intergubernamental de políticas se encuentran todavía en etapa embrionaria y reconocen limitaciones para prevenir las crisis y las pérdidas dinámicas que suelen acompañarlas. En tal virtud, no parece ocioso adentrarse en la discusión de las cuestiones que plantea la

interdependencia de los mercados financieros, lo mismo a los estados nacionales que a la estabilidad del orden económico internacional.

II. La integración financiera

Como se dijo, la integración universal de los mercados resulta singularmente honda en el sector financiero -tema central de este ensayo- con ritmos de expansión de las transacciones que rebasan por amplísimos márgenes no sólo el crecimiento de la producción mundial, sino al del comercio y que llegan a determinar auges o desestabilización a veces ajenos a las políticas nacionales.

Los movimientos de capitales están marcadamente influidos por dos conjuntos de factores que a veces se unen, aunque no siempre gravitan en la misma dirección. El primero representa las fuerzas de atracción o repulsión determinadas por los elementos de riesgo o rentabilidad propios de cada país (estabilidad macroeconómica, tasa de interés, ritmo de desarrollo, régimen de inversión, nivel de los salarios). El segundo conjunto de determinantes se relaciona con fenómenos de orden internacional. El comportamiento de las tasas de interés en los países del Primer Mundo o la de sus bolsas de valores, las oportunidades de arbitrar monedas, tasas de interés entre países o entre los múltiples instrumentos financieros, constituyen elementos que cobran peso inusitado hasta igualar u opacar hoy en día al otro conjunto de fuerzas.

Todos esos hechos están asociados a cambios estructurales, institucionales o tecnológicos de significación singular, como se indica sintéticamente enseguida:

- a) El resquebrajamiento del sistema de paridades fijas, pero revisables y el establecimiento de regímenes cambiarios más flexibles. Las instituciones de Bretton Woods, garantes de la cooperación monetaria mundial, han sido sustituidas por relaciones más abiertas del mercado y por intervenciones *ad hoc* del Grupo de los Siete;
- b) La liberación cada vez más general de los mercados financieros y de las transacciones en cuenta de capital. Todavía hay restricciones a los movimientos de capitales, pero éstas tienden a incidir más sobre la entrada de flujos que sobre las salidas;
- c) Las innovaciones financieras y de los medios de comunicación que multiplican el volumen, número y tipo de operaciones (*swaps*, opciones, futuros, *forwards*, bursatilización de pasivos bancarios), a la vez que unen casi instantáneamente y hacen interdependientes a los mercados de los distintos países;^{4/}
- d) La multiplicación y fuerza acrecentada de actores privados (inversionistas institucionales) que empequeñece la capacidad de maniobra de bancos centrales y gobiernos en la regulación financiera. En 1995, la totalidad de las reservas de los países apenas cubrirían un día de transacciones en el intercambio de monedas que ya llega a los 1 500 billones (trillones anglosajones) de dólares diarios. El total de las exportaciones

mundiales representa menos del 2% de los movimientos anuales del mercado cambiario, y

e) El sostenimiento de mecanismos de ajuste predominantemente restrictivos por parte de las instituciones multilaterales de crédito y de los países industrializados, que recargan los costos sobre países deficitarios y endeudados.

III. Logros y problemas

Ciertamente, los procesos de integración monetario-financiera han acrecentado la eficiencia, a la par de hacer otro tanto con la volatilidad de los mercados financieros. En sentido positivo, se han abatido costos, innovado en la variedad y funciones de los instrumentos ofrecidos a gobiernos, empresas y familias, e incluso se han resuelto cuestiones importantes como la escasez de reservas internacionales, el reciclaje de petrodólares en la década de los setenta o la administración de crisis financieras localizadas.

Por otro lado, se han acentuado algunos problemas, quizás por el marcado contraste entre el avance de la liberación de mercados y el rezago de las instituciones nacionales y supranacionales de regulación, a saber:

a) Como se dijo, las oscilaciones en los tipos de cambio se han hecho más profundas y frecuentes, rompiendo la normalidad anterior de los sistemas del patrón oro y de Bretton Woods. De otro lado, la volatilidad de los flujos financieros -singularmente en los mercados cambiarios y bolsas de valores- se ha tornado en fenómeno característico del postmodernismo económico, que acrecienta la fragilidad de los sistemas nacionales y la vulnerabilidad también nacional a *shocks* externos o acontecimientos de origen foráneo. Ambos hechos son causa de desequilibrios macroeconómicos, cuyos efectos suelen escapar del control de los gobiernos y bancos centrales, e incluso crean dificultades más generales que se extienden a varios países. Así lo atestiguan la crisis de la deuda latinoamericana, la caída de las bolsas de valores en 1987, el efecto tequila de 1994 o los eventos asiáticos recientes; [5/](#)

b) Las corrientes ascendentes del financiamiento externo se orientan hoy en día no tanto a ensanchar la inversión y la planta productiva de los países receptores, como a obtener ganancias o intereses extraordinarios de corto plazo. De algún modo se forma una nueva clase de rentismo cosmopolita con proclividades especulativas, comandada por instituciones privadas (fondos de pensión y ahorro, compañías de seguros, bancos de inversión) que se interesan primordialmente por optimizar rendimientos, no por generar nuevas producciones reales. Al propio tiempo, la ola de privatizaciones de empresas públicas ha propiciado importantes corrientes de inversión extranjera, útiles desde el punto de vista del mejoramiento de la eficiencia y del financiamiento de los pagos externos de corto plazo, pero que tampoco contribuyen a ensanchar las capacidades productivas de los países beneficiarios. Por lo demás, la transferencia neta de ahorros de

las naciones desarrolladas al Tercer Mundo no resulta en promedio demasiado significativa (prácticamente fue nula entre 1973 y 1980 y apenas del 1.6% del producto de los países beneficiarios en el período 1981-1994), aparte de reconocer asimetrías considerables en su distribución por países, China, Indonesia e India absorben en 1995 el 30% de la inversión canalizada en sentido Norte-Sur. Y en el período 1991-1995, China recibió más capitales que el conjunto de América Latina (OCDE, 1997, p. 86);

c) Impulsadas por esos fenómenos, así como por otros variados factores, [6/](#) las tasas de interés se han elevado a niveles sin precedente, superando los ritmos de crecimiento de la economía mundial y de los países. Además, los intentos de esterilización de los flujos de entrada en el Tercer Mundo impulsan también al alza a las tasas de interés. Surgen de aquí claros efectos contraccionistas de escala mundial y local sobre la inversión y el empleo. Así, los desequilibrios financieros ya no provienen sólo de déficit fiscales desproporcionados o endeudamientos excesivos, sino de la desalineación de las tasas cambiarias, magnificada por la volatilidad de los flujos de capitales;

d) En el mundo, los sistemas bancarios encaran pérdida de capacidad competitiva frente a la variedad de innovaciones en las instituciones e instrumentos de financiamiento que se ofrecen en los mercados. Eso mismo les ha obligado a segmentar a su clientela. El sistema anterior procuraba dar acceso generalizado a los servicios financieros con subsidios cruzados en favor de los clientes menores; en contraste, el sistema emergente privilegia en costo, accesos y prebendas a los grandes ahorradores y empresas, mientras discrimina al resto de las familias y firmas. Casi podría calificarse de general la crisis que afecta a los bancos de los países en desarrollo, enfrentados a las alzas internacionales y nacionales en las tasas de interés, la intensa competencia externa e interna por los mejores clientes, y un ajuste económico que al afectar a numerosos productores toma irreversibles fracciones importantes de las carteras de crédito. Conforme a *The Economist*, el costo de los rescates bancarios en los países emergentes excede los 250 mil millones de dólares;

e) Los efectos de las alteraciones cambiarias vinculadas o desasociadas a la solidez del sector bancario o a las políticas monetarias establecidas, originan un ciclo recurrente de *stop and go* en los países en desarrollo. En los períodos de auge, las entradas de capitales propician crecimientos explosivos del crédito bancario [7/](#) que las autoridades monetarias difícilmente pueden esterilizar por razones de costos y frecuentemente por usar el tipo de cambio como ancla inflacionaria. Enseguida, los precios de los activos se elevan desproporcionadamente, hasta que el reflujo del capital externo o los déficit de pagos fuerzan un nuevo ajuste cambiario que se traduce en alzas de las tasas de interés, inflación y portafolios incobrables de crédito.

V. La domesticación de los mercados

Las situaciones descritas han puesto en tensión a los mecanismos e instituciones de regulación monetaria y financiera, lo mismo a escala de los países que en términos más

amplios. Aparte de las recomendaciones internacionales sobre el mantenimiento de los grandes equilibrios macroeconómicos -sobre todo de orden fiscal-, ahora se añaden otras relativas al manejo flexible de las tasas de cambio y el fortalecimiento de los sistemas nacionales de regulación y supervisión bancaria dentro de cada país o al mejoramiento de los sistemas públicos de información. Y si bien es cierto que hay rezagos importantes en esos terrenos, también lo es que la magnitud de los flujos externos con respecto al tamaño de las economías nacionales crea dilemas que exceden los alcances de los sistemas de regulación nacionales o implica costos significativos, sea en términos fiscales o de manejo macroeconómico.[8/](#)

En los hechos, los mecanismos de coordinación internacional de políticas avanzan en diversos frentes, pero aún encaran los dilemas entre el control nacional y el control transnacional de las regulaciones y entre el diseño de medidas correctivas o preventivas.[9/](#)

Desde la reunión del Plaza-Louvre a mediados de la década de los ochenta, el Grupo de los Siete ha logrado acuerdos importantes en el manejo de diversas crisis (la crisis de la deuda de los ochenta, la debacle de los mercados de valores de 1987, el financiamiento de la guerra del Golfo Pérsico, el efecto tequila, etc.), pero todavía carece de una agenda sistemática de trabajo referida a la reconstrucción o siquiera a la estabilización sostenible del orden financiero internacional.

La regulación de operaciones que trascienden las fronteras nacionales se mueve, a su vez, entre soluciones extremas: la liberación plena de mercados transnacionalizados o el establecimiento de instituciones supervisoras y normativas de alcance y poder supranacionales. La solución liberal deja sin respuesta al imperativo de contener las fluctuaciones desestabilizadoras, nocivas al crecimiento, que podrían afectar al mundo entero. La segunda, llevaría a la cesión acelerada de soberanía y quizás a crear una burocracia transnacional cada vez más alejada de los ciudadanos de cada país.

En la práctica, se ensayan ambas soluciones y se perfilan otras algo distintas. La caída de los mercados de valores en 1987 o las oscilaciones más recientes de esos mismos mercados constituyen ajustes típicos de mercado en que los agentes económicos involucrados debieron reconocer pérdidas importantes. En ese sentido, se busca reducir el llamado "riesgo moral" mediante acciones prohibitivas o limitativas del salvamento gubernamental de los bancos o de países por los organismos financieros internacionales. Se piensa que con la eliminación de esa especie de seguro se induciría a gobiernos y a instituciones privadas a seguir comportamientos menos riesgosos, más conservadores. En otra vertiente, bajo los auspicios de la Organización Mundial de Comercio casi están finiquitadas las negociaciones en torno a un acuerdo mundial sobre la liberación plena de los servicios financieros.

En cuanto al ensanchamiento de los poderes supranacionales, destacan desde la evolución fortalecedora de las instituciones de Bretton Woods (y la transformación del GATT en la Organización Mundial de Comercio), hasta la organización de cortes de justicia especializadas en diversos asuntos. Esas instituciones han sido campeones del

movimiento mundial en favor de la libertad económica transfronteriza. La creación del Club de París, y más recientemente del Club de Londres, forman desarrollos paralelos y complementarios.

Una tercera vía, tipificada en los trabajos del Comité de Basilea, deja bajo el dominio nacional el control y la supervisión de las instituciones y transacciones financieras, pero las complementa con acuerdos de convergencia y de armonización de políticas entre los diferentes países.^{10/} En general, se busca la convergencia de las leyes y regulaciones nacionales, a través de acuerdos de reconocimiento mutuo (*mutual recognition agreements* o MRAS). Las ventajas de ese enfoque son claras en cuanto a resolver problemas jurisdiccionales complicados (por las sustantivas diferencias en las instituciones y regulaciones de cada país) y en cuanto a evitar enfrentamientos entre soberanías. Al propio tiempo, son nítidos sus inconvenientes sintetizados al exigir tiempos prolongados para alcanzar e instrumentar los convenios consensuales, así como por diluir las responsabilidades del manejo de la economía internacional.

Como se dijo en principio, el Grupo de los Siete y el Fondo Monetario Internacional prefieren soluciones no intervencionistas. Se confía en la aptitud autocorrectiva de los mercados para restablecer el equilibrio de las economías. Por eso, poco antes de la debacle asiática en la última reunión de Hong-Kong se pronuncian en favor de la liberalización plena de las transacciones en cuenta de capital.^{11/} Al propio tiempo, el diagnóstico de la sabiduría convencional atribuye los desequilibrios y crisis a fallas en las políticas nacionales más que a problemas sistémicos del nuevo orden económico internacional.

Con todo, gradualmente las instituciones financieras internacionales se tornan intervencionistas, prestamistas de última instancia y reguladores de la gestión de los gobiernos. En tal sentido, los créditos otorgados a México, Filipinas, Tailandia y Corea exceden con mucho sus derechos al financiamiento del Fondo Monetario Internacional, mientras las condicionalidades ensanchan sustantivamente su campo de referencia. Al propio tiempo, ya se han duplicado los accesos del Fondo Monetario Internacional a los Acuerdos Generales de Obtención de Préstamos (hasta 34 mil millones de derechos especiales de giro). Y también se creó un nuevo servicio de financiamiento de emergencia que atienda a situaciones similares a la de la crisis mexicana de 1994. El Fondo Monetario ya autoriza créditos puentes a países con desajustes graves, mientras terminan el proceso de negociación con acreedores y se convienen los programas de ajuste correspondientes. Asimismo, los países del Foro de Cooperación Económica en Asia y el Pacífico (APEC) discuten la creación de un fondo de estabilización por 60 mil millones de dólares.

En cuanto a la gestión gubernamental (*governance*), el Fondo Monetario Internacional intenta ensanchar el ámbito de sus recomendaciones y condicionalidades a fin de impulsar una segunda generación de reformas (las primeras se enderezaron a abrir mercados, transferir funciones del Estado al mercado, combatir la inflación hasta alcanzar los grandes equilibrios macroeconómicos). Las nuevas regulaciones abarcan cuestiones relacionadas con la calidad del ajuste fiscal y del gasto social, la profundización de los

cambios estructurales, y, sobre todo, la reorientación de las funciones estatales para crear un clima favorable a inversionistas, ahorradores y a la consolidación de la banca.

En otra vertiente intervencionista, el Grupo de los Siete esporádicamente ha tomado medidas para realinear las paridades de las principales zonas industrializadas (ese es el caso de las medidas adoptadas en 1985 con el propósito de acotar los movimientos excesivos del valor del dólar frente a otras monedas) y acuerdos específicos han impulsado acciones encaminadas a resolver problemas regionales de endeudamiento excesivo (como el caso de las reestructuraciones a través de los planes Baker y Brady). Quizás el esquema más completo de intervención monetaria tiene lugar en el viejo continente. Desde 1979, el Sistema Monetario Europeo ha sostenido --con modificaciones- tasas estables de cambio entre los países. Más aún, los trabajos preparatorios al lanzamiento de la moneda única y luego las exigencias de su manejo cotidiano entrañan y extrañarán una intensa actividad regulatoria de los gobiernos para asegurar y mantener la convergencia macroeconómica entre los países miembros, afectando al meollo de las políticas económicas nacionales.

Como se ve -y ha sido históricamente habitual-, pese a la retórica librecambista, los mercados financieros están y estarán sometidos a recia disciplina regulatoria (sobre todo en el Tercer Mundo), pero ahora conforme a modalidades harto distintas. Antes se buscaba que lo financiero se acomodase a los propósitos de facilitar empleo y crecimiento nacionales, a la par de prevenir desajustes macroeconómicos. Los costos de la estrategia se expresaban en represión financiera (encajes, asignación administrativa de créditos o fijación de las tasas de interés), errores asociados a la centralización de decisiones, ineficiencia en la asignación estática de los recursos y separación del mundo en compartimentos estancos.

Hoy en día se procede en sentido inverso. Se quiere que las libertades económicas y financieras determinen --en vez de ser determinadas- los acomodos de otras metas y políticas. Así, empleo y crecimiento quedan circunscritos a los márgenes de maniobra que permitan la liberación de las fuerzas económicas. Los costos de los nuevos enfoques -ya se mencionó- se expresan en la volatilidad intrínseca de los mercados, así como en pérdidas de eficiencia dinámica, derivadas de las oscilaciones recurrentes y de la subordinación del desarrollo a los propósitos descentralizadores mencionados.

En el debate, domina cierta desconfianza sobre el sentido de responsabilidad financiera de los gobiernos, buscándose en consecuencia las soluciones automáticas o impersonales del mercado. A ello se añade paradójicamente la renuencia de las naciones del Primer Mundo a ceder soberanía monetaria, institucionalizando sistemas estables de cooperación universal. De ahí la notoria asimetría entre las escasas funciones del Fondo Monetario Internacional con respecto a esos países y el papel regulatorio amplificado que desempeña entre las economías en desarrollo (Buire, 1994).

V. Experiencias cercanas y quehacer futuro

La regulación monetaria, siendo indispensable, no garantiza el crecimiento de la economía internacional, que exige de mayor cooperación monetaria y financiera. La locomotora mundial podría en principio reconstruirse con los esfuerzos unificados de los Estados Unidos, Alemania y el Japón; pero hoy en día nadie parece estar dispuesto a incurrir en sacrificios en aras de reconstruir un sistema monetario internacional que provea la necesaria estabilidad al manejo macroeconómico de los países. También, siguiendo a Keynes, no sería imposible implantar mecanismos de ajuste mejor equilibrados entre países deudores y acreedores y entre modalidades expansivas y recesivas.

Todo eso mismo explica las deficiencias presentes de los sistemas monetario y financiero internacionales en el desarrollo de sus tres funciones principales: generar liquidez internacional, configurar un sistema de tipos de cambio y crear bases internacionales consistentes en que apoyen las políticas nacionales.

En materia de liquidez, los problemas han mudado de naturaleza como efecto de la liberación de los movimientos de capitales y las tasas flotantes de cambio. Antes la liquidez internacional se producía de modo exógeno a los países, sea por el acrecentamiento de la producción de oro o por la emisión de derechos especiales de giro. Hoy en día, mientras el país tenga buen status crediticio de mercado puede obtener la liquidez que necesite a la tasa de interés corriente (Williamson, 1976; FMI, 1992). Por eso el racionamiento del crédito ha desaparecido, singularmente para los países industrializados, pero subsiste y está sujeto a bruscas fluctuaciones en el resto de las naciones -que generalmente forman reservas mediante préstamos-, como lo demuestra la comparación de los menguados flujos de capital recibidos por América Latina en la década de los ochenta con respecto a los del siguiente decenio.

Por consiguiente, la distribución internacional de la liquidez refleja notorias polarizaciones. Las naciones industrializadas y algunos países emergentes disponen de ofertas financieras casi ilimitadas, que contrastan con las restricciones de fondos del resto de los países. En esencia, el acceso a la liquidez de economías concretas depende de las políticas monetarias de los países emisores de monedas de reserva y de la puja de tasas de interés de las economías demandantes de fondos.

Además, la liberación de los movimientos de capital ha dotado de alto grado de autonomía a los desplazamientos geográficos de fondos. Ahora un país que goza de credibilidad internacional puede verse forzado a recibir montos considerables de recursos no demandados. O en sentido inverso, resentir fugas abruptas de ahorro externo por circunstancias que tienen o no relación con los llamados *fundamentals* de su economía. Sin duda en esos fenómenos juegan un papel decisivo los diferenciales en tasas de interés o en otras remuneraciones al capital con respecto a los mercados mundiales, así como la composición de los fondos transferidos (inversión directa, adquisición de acciones o valores de corto plazo, etc.).

También aquí se da un marcado contraste con la experiencia anterior. Hasta fines de la década de 1980, muchas economías tenían establecidos los más diversos controles de los movimientos de capitales y de las transacciones cambiarias. Más concretamente, las restricciones a los movimientos monetarios se traducían en disposiciones administrativas (limitativas de los flujos de entrada o salida de divisas, prohibiciones a la adquisición de títulos nacionales, etc.) o en gravámenes, encajes o comisiones. Más adelante, cobran fuerza tendencias generalizadas hacia la liberalización de los movimientos de capitales. En América Latina algunas naciones han desmantelado el grueso de las regulaciones anteriores (México, Argentina), otros lo han hecho despaciosamente y, unos terceros, han mantenido e incluso establecido limitaciones, de naturaleza distinta.

En esencia, ya no se desea restringir la inversión extranjera directa, ni limitar los pagos por dividendos, regalías o franquicias. Ahora se busca centralmente reducir los impactos desestabilizadores de las inversiones de cartera de corto plazo.

Así Chile, desde comienzos de los años noventa, ha procurado desalentar las corrientes especulativas de corto término, sin afectar a la inversión extranjera directa. Al respecto, las restricciones han ido en ascenso (Agosin y Ffrench-Davis, 1996, pp. 161-185). Los encajes obligatorios sobre los créditos externos y los depósitos en moneda extranjera (hasta un año) alcanzan el 30% (1995). Y el margen (*spread*) sobre la tasa Libor en la opción de pagar el costo financiero de los encajes es del 4%. Hay impuestos que oscilan entre 3.9% y 16.9% para depósitos menores a un año. También se alteró el sistema cambiario para ligarlo a una canasta de monedas (a fin de hacer menos atractivo el arbitraje de tasas de interés entre dólares y pesos). Como la esterilización de los flujos de entrada suele tener el efecto perverso de mantener elevados los diferenciales entre las tasas de interés internas y las externas, se eliminaron los controles a la salida de capitales. Con todo, las medidas no fueron suficientes para evitar por entero la apreciación de la moneda (7%) entre 1991 y 1995 -haciendo necesario un pequeño ajuste cambiario posterior-, pero sí han permitido estabilizar mucho mejor las variables macroeconómicas básicas con respecto a otros países de la región.

Colombia ha establecido también controles. El encaje obligatorio asciende a 93% en créditos con plazo inferior a los 12 meses; 64% en depósitos a 18 meses y 50% en transacciones hasta 24 meses. Los encajes al crédito comercial de 4 a 6 meses, son del 30%. Además, los créditos de mayor plazo que se paguen antes de los primeros 60 meses por un monto del 40% o más del principal, quedan sujetos a exigencias de encaje en la parte amortizada.

En Brasil se creó un impuesto a préstamos en moneda extranjera y a operaciones interbancarias con instituciones foráneas. A las ventas de moneda extranjera en el mercado abierto se les fijó un gravamen del 7%, la misma tasa que se aplica a las compras de valores de renta fija. Y el impuesto del 15% a las ganancias de capitales se extendió a las operaciones de no residentes. Con todo, acontecimientos recientes podrían inhibir o revertir algunas de esas medidas.

A escala internacional, James Tobin [12/](#) propuso desde 1972 el establecimiento de un

pequeño impuesto a las transacciones en los mercados cambiarios, de entre 0.1 % y 0.5%. La idea central consiste en penalizar los desestabilizantes movimientos de corto plazo, sin desalentar los créditos e inversiones a más largo término. Adviértase que alrededor del 80% de las transacciones en los mercados cambiarios dan origen a movimientos de entrada y salida en plazos no mayores de siete días, esto es, a movimientos repetitivos de casi 50 veces al año. Entonces, la propuesta de Tobin reforzaría la autonomía monetaria nacional al reducir muchas de las costosas oscilaciones de los mercados cambiarios o financieros y los riesgos de las asimetrías en la información y del comportamiento de rebaño de muchos inversionistas. Además el gravamen originaría recaudaciones significativas que podrían redistribuirse con distintos criterios. Y por último, ello permitiría poner el acento en acciones preventivas -mas que curativas- de fluctuaciones inconvenientes.

Las críticas al impuesto Tobin -sin descontar escollos ideológicos que rechazan cualquier medida que interfiera con el mercado- han sido de dos tipos. Uno es de carácter logístico, por cuanto la eficiencia del impuesto dependería de la celebración de un convenio internacional que cubriese a todos los países. De otra suerte, las transacciones podrían desviarse a las localizaciones no comprometidas. La segunda objeción se refiere a la posibilidad de evadir el impuesto, desplazando operaciones del mercado cambiario *spot* al uso de derivados (*swaps* y *forwards*, principalmente). Desde luego, ambas objeciones podrían obviarse mediante una enmienda al convenio constitutivo del Fondo Monetario Internacional que hiciese obligatorio el impuesto entre los países miembros, así como gravando algunas operaciones con derivados.

En el ámbito de la política cambiaria se han observado enormes mudanzas desde el resquebrajamiento de los ordenamientos de Bretton Woods a comienzos del decenio de 1970. A mediados de esa década alrededor del 86% de los países habían optado de las más diversas maneras por ligar sus monedas a otros signos monetarios y apenas un 14% tenían regímenes flexibles, también de las más distintas características (FMI, 1997a). Ya en 1996, ese primer porcentaje se había reducido al 45%.

En apariencia, los datos parecen indicar una marcada tendencia hacia la liberación de los sistemas cambiarios. Sin embargo, algunos de los países clasifican a sus regímenes como flexibles, aunque en los hechos intervengan para relacionarse con alguna o algunas monedas de reserva. De otro lado, esa mayor flexibilidad acaso resulta forzada ante los fenómenos de la integración universal de mercados, que restringe la autonomía monetaria de muchos países y los enfrenta a *shocks* y flujos de magnitud desproporcionado con relación a las dimensiones económicas nacionales. En tercer lugar, con miras a combatir inflaciones altas, muchos países han usado anclajes del tipo de cambio que por ser insostenibles a la larga deben sustituirse por normas más elásticas. En la práctica, la mayoría de los países en desarrollo abrazan regímenes cambiarios flexibles pero administrados en mayor o menor grado. Por lo demás, en el caso europeo, las exigencias asociadas a la implantación de la moneda única implicará la renuncia a la libre flotación cambiaria de países individuales.

La capacidad de decisión de los países en cuanto a elegir los arreglos cambiarios óptimos

según sus circunstancias -sea para lograr los equilibrios internos y externos, o mejorar el funcionamiento macroeconómico en términos de producción, consumo y precios- viene siendo constreñida por las exigencias de acomodo a la globalización o por la exigencia de ganar credibilidad internacional y nacional ante fenómenos presentes o potenciales de inflación. Expresión de esas exigencias ha sido la fijación de los tipos de cambio -a pesar de la usual apreciación resultante- o el establecimiento de una relación también fija con alguna moneda de reserva. Aún más radical ha sido la creación de los llamados consejos monetarios (*monetary boards*) que obliga por ley a los bancos centrales a redimir sin límite sus pasivos a una tasa fija de cambio. En todos los casos aludidos, las ganancias en credibilidad tienen como costo la cesión de soberanía monetaria. O puesto de manera distinta, se subordinan otras metas económicas al combate de la inflación, vía el sostenimiento de un régimen cambiario fijo o casi fijo, resulte o no compatible con la estrategia de crecimiento hacia afuera. En esa tesitura, las políticas monetaria y fiscal tienen que adaptarse a la estrategia cambiaria, en vez de determinarla.

En el otro extremo, permitir la flotación libre de la tasa de cambio suele estar acompañada de mayor inflación y exigir flexibilidad en las políticas fiscales para acomodar *shocks* de origen externo sobre el ingreso y la producción nacionales. Otro efecto importante es que fuerza la cesión de los controles sobre el valor externo de la moneda y, por esa vía, se afecta la competitividad de las exportaciones nacionales.

A pesar de que el régimen cambiario influye en los equilibrios macroeconómicos fundamentales, resulta difícil señalar la superioridad de la fijación o el anclaje de la tasa cambiaria sobre sistemas de flotación más libres. Aquí, aparte de especificidades o diferencias nacionales importantes, [13/](#) el debate académico sigue vivo y los datos empíricos no resuelven nítidamente la controversia, aunque siempre está presente la tensión ideológica entre la libertad de mercado y la intervención estatal. Por lo demás, las crisis monetario-financieras han ocurrido por igual en países que han adoptado uno y otro sistema. Más aún, el mismo fenómeno se ha presentado en naciones que han descuidado los grandes equilibrios macroeconómicos, [14/](#) como en las que los han mantenido fielmente por efecto de fenómenos de carácter exógeno.

Diversas circunstancias han entorpecido la remodelación de fondo del sistema de Bretton Woods, en tanto conjunto de reglas de aceptación general. En el decenio de 1970 la opinión de especialistas y gobiernos se inclinaba a la flexibilización de los tipos de cambio, y como medio de hacer ganar autonomía a las políticas nacionales. Pero, como hecho inesperado, de ahí surge una extraordinaria volatilidad en las tasas de cambio de los países, acentuada por la interdependencia en rápido ascenso de los mercados financieros internacionales. En los hechos, las tasas flotantes de cambio en vez de equilibrar las corrientes de comercio se tradujeron en correa de transmisión de inestabilidades dentro de la economía internacional, haciéndola altamente sensible a la anticipación de eventos y cambios de expectativas monetarias o financieras.

Una segunda traba al establecimiento de un nuevo "estándar monetario internacional" ha residido en la multipolaridad de las hegemonías económicas, expresada en la renuencia de los países líderes a incurrir, como se indicó, en sacrificios nacionales en aras de la

estabilidad y prosperidad universales, o visto de otra manera, a subordinar sus políticas nacionales en el logro de un sistema estable de paridades de alcance mundial.

Al propio tiempo, no ha dejado de estorbar la proclividad de muchos países a usar el tipo de cambio como instrumento de ajuste, sobre todo después de sufrir espirales agudas de elevación de precios. La tentación de usar tal expediente más allá de un período prudencial ha originado, graves desalineaciones entre los tipos de cambio de los países, cuyas repercusiones están en la raíz de muchas de las crisis financieras recientes (México, Corea, Tailandia).^{15/} Esos y otros hechos resaltan con claridad las diferencias entre usar la política cambiaria como instrumento de los procesos nacionales de ajuste o aceptar reglas que la ponen al servicio de la construcción de un sistema internacional estable.

VI. . Algunas sugerencias

No parecen estar dadas las condiciones que sustentarían una reforma de fondo del orden monetario y financiero internacional. La multipolaridad de centros y agentes económicos con diferentes proyectos, preocupaciones e intereses torna difícil centrar las prelações mundiales en ese problema. Asimismo, influye la posición del péndulo ideológico que todavía favorece las soluciones de mercado, aunque en los hechos se entremezclen decisiones y procedimientos claramente intervencionistas.^{16/} Pese a la volatilidad de los mercados financieros y la sucesión inacabable de crisis parcializadas, casi seguramente el mundo seguirá viviendo dentro de un sistema imperfecto, sin que haya caminos obvios, y sobre todo viables, de cómo reformarlo.

Aunque el régimen monetario-financiero post-Bretton Woods haya podido sortear situaciones peligrosas, no escapa a críticas bien sustentadas. De un lado, son innegables las asimetrías que llevan a tratar de modo inequitativo a las naciones en desarrollo. De otra parte, las normas establecidas *de jure o de facto* no tienden a promover procesos de ajuste eficientes principalmente entre los países de mayor peso económico y, por tanto, contribuyen de manera imperfecta a la asignación y al crecimiento óptimos de los recursos mundiales. La creación de liquidez internacional es el resultado de las políticas monetarias de las naciones líderes, sin que medie coordinación sistemática que las haga compatibles con la expansión del comercio y el crecimiento mundiales ni con el mantenimiento de la estabilidad de los sistemas cambiarios. Por último, se sigue vacilando en la adopción de medidas preventivas de carácter sistemático que corten de raíz la volatilidad exagerada de los mercados financieros e impidan la reproducción de desalineamientos graves entre las tasas de cambio de los países.

En síntesis, el orden monetario internacional se encuentra todavía inmerso en una transición institucional que ya se prolonga cerca de tres décadas y que siempre parece ir a la zaga de los acontecimientos. La solución de la crisis asiática o las repercusiones del establecimiento de la moneda única europea plantean cuestiones que escapan a la mecánica pura de los mercados y que demandan soluciones negociadas o cooperativas. En el mismo sentido milita la necesidad de contener las oscilaciones frecuentemente

desestabilizadoras de los mercados financieros e implantar un conjunto equitativo de normas que deben observar todas las economías.

Todo ello configura un complejo problema, lo mismo desde el ángulo de concebir un orden monetario financiero internacional como el de hacer planteamientos con alguna dosis de factibilidad instrumental, de realismo político. Por eso, desde la óptica de las naciones en desarrollo, cabría luchar en varios planos. En el plano más general y mediato, a esos países convendría el establecimiento de procesos de ajuste simétricos y expansivos, que no recarguen unilateralmente las cargas resultantes en las economías deficitarias. Enseguida habría que replantear la creación de facilidades institucionalizadas de préstamos de última instancia y cámaras de compensación, que se sustentasen en consensos abiertos y participativos de las normas que deben observarse y de las reglas de condicionalidad.[17/](#)

Varias razones aconsejan sumar voces en favor del fortalecimiento de la coordinación multinacional de las políticas monetarias. En primer lugar estaría la interdependencia económica universal, que obliga a modular las políticas nacionales, y a satisfacer aún mayores exigencias, en las zonas de integración y de libre comercio. La segunda consideración nace del hecho de que las políticas de los países son susceptibles de crear externalidades negativas, efectos de percolación en otras economías. En conjunto, ello equivale a decir que las acciones individuales de los gobiernos pueden resultar no sólo encontradas, sino destructivas (Tobin, 1987; Polak, 1988).

De su lado, las situaciones críticas que se vienen enfrentando desde los Acuerdos del Plaza (1985) señalan la conveniencia de transformar las reuniones más o menos esporádicas, de coordinación del Grupo de los Siete, en un mecanismo más sistemático de formación de acciones concertadas de carácter no sólo curativo, sino preventivo. Por último, la posible y próxima instauración de la moneda única europea tendrá consecuencias de corto y largo plazos, que no podrían dejarse libradas a la reacción espontánea de los mercados.

En cualquier caso, esos grandes rediseños institucionales del sistema financiero internacional en el mejor de los casos tomarán cuerpo pausadamente. Apresurarlos queda bastante fuera de la esfera de influencia del Tercer Mundo. Por eso y sin dejar de insistir en reformas de fondo, con modestia y realismo pragmático habría que apoyar medidas parciales de alivio que encaren las menores resistencias.

Uno de esos aspectos se relaciona con el fortalecimiento de las fuentes de liquidez internacional, singularmente de los países en desarrollo. El sistema actual asigna el señoreaje de la creación de liquidez a las naciones emisoras de monedas de reserva. Además, la capacidad de fortalecer las reservas internacionales de los países en desarrollo está seriamente constreñida por las limitaciones de acceso a los mercados financieros mundiales y por los altos costos que han de cubrir al hacerlo (en los hechos, los diferenciales en las tasas de interés implican subvencionar a los centros financieros mundiales) (Williamson y otros, 1992).

Aunque se haya abandonado la idea de hacer de los derechos especiales de giro parte sustantivo de la base monetaria mundial, se justificaría la reanudación de las emisiones aunque sólo fuese para facilitar los esfuerzos de la formación de reservas de las economías en desarrollo. Ello no elimina esfuerzos complementarios de otro orden, como sería la flexibilización de las condicionalidades del servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias del Fondo Monetario Internacional o los arreglos recientes para automatizar la asignación de recursos en casos de crisis, antes de que se negocien los acuerdos y programas de ajuste con bancos y con el propio Fondo.

De otro lado, la marcada volatilidad de los mercados financieros mundiales pone una vez más de relieve la conveniencia de regular algunos movimientos financieros peligrosos, muchas veces fuera del control de los países afectados, y que podrían alcanzar proporciones sistémicas. En esa vertiente, el llamado impuesto Tobin podría ser una respuesta apropiada. También habría que fortalecer las normas conjuntas de operación financiera y bancaria, buscando equilibrar la capacidad de negociación de deudores y acreedores. Al propio tiempo se justifica crear sistemas analíticos y de información que señalen públicamente los riesgos de desalineación de los tipos de cambio o endeudamiento excesivo en los países.

Con todo, mientras toma cuerpo o fracasa ese tipo de reformas o innovaciones parciales de escala universal, en el terreno de las políticas nacionales de los países pequeños y abiertos es imperativo establecer normas que resguarden a los países de las vicisitudes financieras de la globalización. Una primera precaución de responsabilidad nacional se refiere a resguardar razonablemente los equilibrios macroeconómicos que cierren puertas a la especulación exógena. En particular, cabría cuidar el alineamiento del tipo de cambio y el endeudamiento externo. Al efecto, parece aconsejable instrumentar acciones encaminadas a sostener el valor real del tipo de cambio sin apreciaciones sistemáticas, en vez de utilizarle como ancla anti-inflacionaria. Y, en ese sentido, aliviar las presiones alcistas de las tasas de interés a fin de desalentar el arbitraje especulativo de diferenciales con los mercados internacionales.

Frente a la desproporción entre el tamaño de las economías en desarrollo y la magnitud de los flujos financieros internacionales, habría que imponer restricciones prudenciales a los flujos de capitales de corto plazo, mientras se mantienen abiertas las puertas a la inversión extranjera directa y a los préstamos de largo término.

En conjunto, los últimos señalamientos de política se enderezarían a reducir la volatilidad de las corrientes externas de capitales, a prevenir endeudamientos innecesarios o sobrevaluaciones cambiarias, negatorias de las estrategias exportadoras. Puesto en otros términos, se intentaría fortalecer en modesta medida la autonomía de las políticas monetarias nacionales y hacerlas coherentes con el proyecto de cambio estructural de largo plazo.

1/ A lo anterior podría agregarse el que algunos países en desarrollo participan de manera ascendente en el comercio de manufacturas, mientras desciende el peso de los productos primarios en sus exportaciones. Por ejemplo en el promedio de Taiwan, Hong Kong, Corea, Malasia, Singapur y Tailandia, las ventas foráneas de manufacturas rebasan el 90% del total de las colocaciones de mercancías. Al propio tiempo, mientras el intercambio entre los países de la OCDE creció al 4.4% anual entre 1990 y 1995, el realizado con otras naciones lo hizo a razón del 8.1 % (OCDE, 1997).

2/ Los efectos dinámicos de esas mudanzas institucionales seguramente persistirán por algún tiempo, impulsados por la incorporación plena de China, Rusia o la India al comercio mundial o por el acrecentamiento del intercambio liberalizado de servicios.

3/ En América Latina el peso del gasto social alcanzó en promedio la significativa cifra del 49% de las erogaciones públicas totales en el bienio 1994-1995, equivalente a poco más de 12% del producto (CEPAL, 1997).

4/ Las transacciones financieras se expanden a ritmos inusitados y, a veces, varían bruscamente de dirección. Conforme a datos del Banco de Pagos Internacionales y del Fondo Monetario Internacional, las transacciones en derivados financieros han crecido espectacularmente. A título ilustrativo los futuros de tasas de interés sumaron más de 5,900 millones en 1995 con una tasa de crecimiento media anual del 32%; con respecto a 1990, los futuros en monedas suben en el mismo lapso a razón del 17% anual; los *swaps* de tasas de interés lo hacen al 38% hasta sumar cerca de 13 mil millones de dólares anuales. A su vez, los *swaps* entre monedas se expanden al ritmo del 23% anual. Las colocaciones internacionales de acciones pasan de 23 a 41 mil millones de dólares entre 1991 y 1995 (15% de expansión por año). Las colocaciones internacionales en papel de deuda (*securities*) más que se duplican entre 1993 y 1995, hasta rebasar los 300 mil millones de dólares en ese último año. Los fondos de inversión accionaria de los países emergentes pasan de 29 mil a 109 mil millones de dólares en activos netos. Los flujos netos de capital a los países en desarrollo o en transición ascendieron de 43.4 a 193.4 mil millones de dólares entre 1990 y 1995, después de haberse reducido de 30.5 mil millones de dólares como promedio de 1977-1982 a 8.8 mil millones entre 1983 y 1989. Por su parte las transacciones diarias en los mercados cambiarios alcanzan una tasa de crecimiento del 14% en el período 1989-1995. La deuda de los gobiernos de Estados Unidos, Japón y Alemania crece con tasas que exceden a las del producto en 8%, 27% y 20%, entre 1991 y 1996.

5/ El contagio entre mercados está claramente establecido. A título ilustrativo, en la semana del 8 al 12 de diciembre de 1997 la bolsa de Seul inicia el proceso con una caída del 19.2%, a la que siguen Hong Kong 7.5% y Tailandia 5.9%. Las repercusiones trascienden esa región; así París baja 2.7%, Frankfurt 2.1%, Londres 1.9%, Estados Unidos 3.8%, Brasil 9.2% y México 3.1%..

6/ Entre otros, inercia de inflaciones anteriores, la combinación de políticas monetarias restrictivas y políticas fiscales expansivas en el contagio entre mercados está claramente establecido. A título algunos países líderes, la baja tasa de ahorro y su declinación en

muchas zonas industrializadas, la proclividad de las naciones del Tercer Mundo a usar el tipo de cambio como ancla inflacionaria, y los bancos centrales, ahora independientes, a cuidar más de la economía real.

7/ En México el crédito de la banca al sector privado creció de alrededor del 10-11 % al 27-30% entre 1990 y 1994

8/ En cuanto a lo primero, están las cargas de la esterilización de los flujos y, en cuanto a lo segundo, la necesidad de acomodar pasivamente las políticas de crecimiento a acontecimientos del mundo financiero externo

9/ Si bien el sistema financiero internacional ha sorteado los problemas mayores, no ha podido establecer los mecanismos preventivos de crisis importantes ni de problemas de menor envergadura (como los del Banco Ambrosiano o del Banco de Crédito y Comercio Internacional

10/ Un caso conspicuo de lo anterior fue el acuerdo de Basilea que fija criterios sobre la capitalización de los bancos de los países signatarios y la adopción de métodos comparables de calificación de la bondad de las carteras de préstamos.

11/ Al efecto se prepara una enmienda al Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional para dotarle de jurisdicción liberalizadora sobre los movimientos de capitales.

12/ Tobin ha sido Profesor Emérito de la Universidad de Yale, Miembro del Consejo de Asesores Económicos del Presidente Kennedy y Presidente de la Asociación Americana de Economía (Haq, Kaul y Grunberg, 1996).

13/ Tamaño de la economía, grado de apertura externa, concentración geográfica del comercio, inflación, estructura exportadora y del sector financiero, etc.

14/ Según el Fondo Monetario Internacional, alrededor del 50% de las crisis cambiarias severas (más del 25% de devaluación) han ocurrido en países con regímenes flexibles de flotación (FMI, 1996).

15/ Mejor fortuna han tenido los países que usan el tipo de cambio para ajustar la balanza de pagos y asegurar la consistencia de largo plazo entre la política monetaria y la estrategia de crecimiento hacia afuera.

16/ Un esfuerzo de compatibilización de ambos enfoques ha consistido en favorecer soluciones cooperativas (intervencionistas) en el tratamiento de fallas de mercado. Por ejemplo, la fijación de bajos coeficientes de capital puede favorecer la competitividad de la banca de algún país, pero ello crea riesgos de orden sistémico. Así se ha justificado el citado acuerdo de Basilea (1988) que fija las reglas de capitalización a la banca de los países signatarios. Con criterios semejantes se han firmado convenios y creado instituciones sobre comercio, protección del medio ambiente y derechos humanos

(Martin, 1992).

17/ Los casos de México, Corea, Indonesia, Tailandia, son indicativos de la fuerza de los hechos en propiciar soluciones intervencionistas y salvamentos de enorme cuantía económica. Hay respaldos de última instancia, sin embargo, los programas de ajuste diseñados *ad hoc*, caso por caso, se encaminan más a resguardar los intereses de los prestamistas que a facilitar el saneamiento pronto de las economías afectadas. Se subraya con razón el "*moral hazard*" del comportamiento inadecuado de los gobiernos y la necesidad de establecer disciplinas recias y dolorosas; pero poco se dice del "*moral hazard*" asociado a la conducta de bancos y prestamistas que de algún modo toman riesgos en espera de que sus gobiernos o las instituciones financieras internacionales, en caso de crisis, alivien, cancelen o transfieran las pérdidas en que pudiesen incurrir. Ese mismo fenómeno se puede observar desde el ángulo asimétrico de los nuevos acontecimientos institucionales. Así, mientras del lado de los acreedores se han creado el Club de París, el Club de Londres y los Sistemas de Información del Banco de Pagos Internacionales con sus vinculaciones orgánicas a los programas del Fondo Monetario y el Banco Mundial, los deudores han tropezado con obstáculos insuperables en su intento de formar un Club de Deudores. En igual sentido militan algunas propuestas radicales de reforma, sea la creación de una moneda universal única o la de los consejos monetarios individuales que implican erosión de la soberanía monetaria, o visto de otra manera, la sujeción de la política fiscal al sostenimiento del régimen cambiario (FMI 1997b).

Bibliografía

Agosin, M. y R. French-Davis (1996): "Managing capital inflows in Latin America, *The Tobin tax*, Ul Haq, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (comps.), Nueva York, Oxford University Press.

Buira, A. (1994): *Reflexiones sobre el Sistema Monetario Internacional*, México, D.F., Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA).

CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe)(1997): *Panorama social de América Latina. Edición 1996* (LC/G. 1946-P), Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, No. de venta: S.97.11.G.4.

Cohen, B. (1997): *The edge of chaos*, Nueva York, John Wiley & Sons.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (1997a): *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D.C.

- (1997b): "Currency boards arrangements: issues and experiences", Occasional Paper N° 151, Washington, D.C.

- (1996): *Perspectivas de la economía mundial*, Washington, D.C.

- (1992): "International liquidity and the SDR mechanism"(SM/92/102), Washington, D.C.

Gottschalk, P. y T. Smeeding (1997): "Cross-national comparison of earnings and income inequality", *The Journal of economic Literature*, vol. 35, No.2, Nashville, American Economic Association.

Haq, Ul, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (comps.) (1996): *The Tobin tax*, Nueva York, Oxford University Press.

Ibarra, D. (1994): *Interdependencia.ciudadanía y desarrollo*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.

Kindleberger, C. (1984): *A.financial history of Western Europe* Londres, George Allen and Unwin.

- (1978): *Manias, panics and crashes*, Londres, Macmillan Press.

Lawrence, R. (1994): "Trade multinationals and labor", NBER Working Paper, No. 4836, Cambridge, Massachusetts.

Levy, F. y R. Marname (1992): "Earnings level and earnings inequality", *The Journal of Economic Literature*, vol. 30, N° 3, Nashville, American Economic Association.

Martin, L. (1992): *Coercive cooperation: Explaining multilateral economic sanctions*, Princeton, Princeton University Press.

OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos)(1997): *The world in 2020*, París.

Polak, J. (1988): "Economic policy objectives and policy making in the major industrial countries", *Economic policy cooperation*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI).

Richardson, D. (1995): "Income inequality and trade", *The Journal of economic Perspectives*, vol. 9, N° 3, Nashville, American Economic Association.

Tobin, J. (1987): "Agenda for international coordination of macroeconomic policies", *Essays in International Finance*, No. 169, Princeton. Princeton University Press.

Williamson, J. (1976): "Exchange rate flexibility and reserve use", *The Scandinavian Journal of Economics* vol. 78, No. 2, Oxford, Blackwell Publishers.

Williamson, J. y otros (1992): *Fragile finance: rethinking the International Monetary System*, La Haya, Foro sobre Deuda y Desarrollo (FONDAD).

Wood, A. (1994): *North-South trade, employment and inequality*, Oxford, Clarendon Press.
