

La globalización del capital financiero

David Felix

Profesor Emérito de Economía

Universidad de Washington, St. Louis

Con la crisis asiática se ha vuelto apremiante averiguar si el levantamiento progresivo de los controles a la movilidad del capital internacional durante las dos últimas décadas ha sido un proceso provechoso, que merece seguir extendiéndose, o un proceso destructivo, que exige moderación. La posición oficial de los Estados Unidos y el Fondo Monetario Internacional (FMI), compartida con variado entusiasmo por los ministros de hacienda del Grupo de los Siete, sigue siendo -pese a los derrumbes asiáticos y al efecto tequila- que el levantamiento de los controles al capital merece extenderse, sobre todo a aquellos países en desarrollo en que el proceso sigue incompleto. Así, el FMI vincula el otorgamiento de créditos de emergencia a sus vapuleados clientes asiáticos, entre otras cosas, con una mayor relajación de sus controles de capital.^{1/} Los Estados Unidos y el FMI siguen luchando por conseguir que se revisen los estatutos del FMI -los que hasta ahora autorizaban a los miembros a emplear los controles de capital- a fin de prohibir su empleo. Asimismo, la Organización de Desarrollo y Cooperación Económicos (OCDE) ha aportado lo suyo en un estudio que predice que con la liberalización acelerada, el PIB real per cápita del "mundo fuera de OCDE" llegaría el año 2020 a un nivel equivalente a 270% del registrado en 1995, comparado con un mero incremento de 100% si el ritmo no se acelerara (OCDE, 1997).^{2/}

En el plano analítico, sin embargo, la cruzada por globalizar la libre movilidad del capital se está quedando casi sin fundamento. La investigación más a fondo de la conducta racional en condiciones aleatorias, los estudios empíricos del comportamiento real de los mercados financieros y, tal vez lo más perjudicial de todo, el crecimiento económico más lento y la mayor frecuencia de crisis financieras que acompañan el levantamiento progresivo de los controles de capital, han hecho que se esfume gran parte de su apoyo analítico. Parece difícil que los intereses políticos y económicos que se benefician de esa cruzada vayan a ser capaces de llevarla a término, ya que el colapso del argumento analítico implica que ese empeño tendería a intensificar la inestabilidad financiera mundial. Por lo tanto, la pregunta que saca premio es ¿qué pondrá fin a esa cruzada -una crisis financiera incontenible, o un giro preventivo en 180º del Grupo de los Siete (que pronto serán tres) encaminado a restringir la movilidad del capital internacional? Tras examinar el argumento teórico, así como las pruebas empíricas y sus implicaciones tanto para los países en desarrollo como industrializados, este artículo concluye con algunas variaciones sobre los factores que servirán para despejar esta gran incógnita.

1. Un examen somero del argumento teórico

El argumento teórico para globalizar la libre movilidad del capital se funda en una macroversión de la hipótesis del mercado eficiente: que los mercados de capital liberados de la injerencia gubernativa optimizan la determinación de precios de los activos de capital y la asignación eficiente de los recursos susceptibles de invertirse. La hipótesis se sustenta en la premisa de que los agentes económicos son maximizadores racionales de la riqueza y que, por lo tanto basan sus posiciones de mercado en el procesamiento eficiente de toda información disponible que incide en la presunta rentabilidad de los activos. De esto deriva el corolario de que la especulación financiera es una fuerza estabilizadora. Es inevitable que la información limitada acerca de los rendimientos futuros pueda hacer que transitoriamente se fijen precios erróneos de los activos pero los especuladores que calculan correctamente la dirección que deben tomar los precios para ser compatibles con sus verdaderos rendimientos obtendrán utilidades y acelerarán el proceso equilibrante con sus actividades. Tal especulación estabilizadora domina normalmente ya que el postulado de la racionalidad asegura que los especuladores que prevén mal la dirección del equilibrio, o bien aprenden por experiencia a corregir su estrategia operacional, o bien agotan sus recursos y desaparecen del mercado. Para fines analíticos y normativos, los mercados de capital pueden considerarse por tanto como compuestos de agentes racionales maximizadores de la riqueza que comparten un conocimiento común de los factores básicos que determinan los precios activos de capital. Según la jerga, "conocen el modelo verdadero". Comercian sobre la base de información variable acerca de los movimientos de esos factores -apodados elementos económicos fundamentales o "fundamentales" a secas - susceptibles de influir en los rendimientos futuros, y elaboran conjuntos variables de precios de equilibrio de los activos existentes que son las mejores guías disponibles para los inversionistas en nuevos activos. Los modelos formales de este género usan sin desconfianza a un solo "agente representativo", como vicario de los numerosos agentes que operan en los mercados de activos del mundo real.

Como los mercados con estas características acusarían poca volatilidad de los precios, las fluctuaciones elevadas e irregulares del precio de los activos en el mundo real se atribuyen a "conmociones exógenas" -alteraciones súbitas de los fundamentales que se originan fuera del proceso de mercado- que obligan a los operadores a reevaluar los valores de equilibrio de los activos de capital. Las conmociones exógenas se clasifican en dos grupos: "manchas solares" y "sorpresas normativas". Las manchas solares son acontecimientos no políticos inevitables por ejemplo, sismos, huracanes, la corriente del Niño. Las sorpresas normativas son cambios de la política gubernativa o restricciones al intercambio que pillan desprevenidos a los operadores. En la práctica, la clasificación se realiza en forma arbitraria para respaldar posiciones normativas generales. Los teóricos del "ciclo económico real" la utilizan para apoyar su fe en las bondades del *laissez-faire*.^{3/} Los partidarios de la liberalización del mercado de capitales la utilizan para culpar a los errores normativos de las burbujas y derrumbes financieros. Las políticas crediticias hiperexpansivas engañan a los mercados el tiempo suficiente para que se formen las burbujas, en tanto que la fuga de capitales y los desplomes monetarios son la manera rigurosa que tienen los mercados de disciplinar a los países por éstos u otros errores de política que afectan negativamente a los fundamentales. El contraste entre el uso del FMI de ese racionamiento *ex post* para justificar sus draconianos programas de reestructuración y escasa eficacia en detectar *ex ante* los defectos normativos, sugieren lo

que podría apodarse el teorema del FMI: mientras más imperceptibles los defectos normativos, mayor será la reestructuración de política que habrá que realizar.

Los análisis estadísticos de datos de los mercados de divisas, acciones y bonos muestran generalmente una notoria autocorrelación de precios y volumen de transacciones, una regresión lenta a despreciable a la media, errores de pronóstico de los corredores correlacionados en serie, y otros resultados que no concuerdan con las predicciones de la hipótesis del mercado eficiente.^{4/} Pero tal como la teoría Ptolomeica de los movimientos planetarios con su provisión inagotable de epicielos, la hipótesis del mercado eficiente está protegida contra la falsificación empírica concluyente gracias a un fondo inagotable de explicaciones *ad hoc* basadas en las conmociones exógenas. Sin embargo, la disección analítica de las premisas y corolarios de la hipótesis llega más al fondo de las cosas.

Hay tres críticas principales centradas en los errores que contiene la hipótesis de que los agentes económicos racionales en busca de la rentabilidad convergen inexorablemente en un único modelo "verdadero" de determinación de precios de los activos y en una sola estrategia comercial correcta. Cada una de ellas implica que, independientemente de las conmociones exógenas, los agentes económicos que interactúan estratégicamente en los mercados de activos que están inherentemente envueltos en la incertidumbre sistémica acerca de los acontecimientos futuros que configurarán el "verdadero" valor de los activos actuales, son propensos a generar burbujas, espigas y cracs. La inestabilidad del precio de los activos es endógena al proceso de mercado.

La crítica a la información asimétrica es que los agentes con afán de lucro pueden obtener individualmente una ventaja estratégica reteniendo información valiosa o difundiendo información falsa. Por lo tanto, los prestamistas y prestatarios, así como los vendedores y compradores en los mercados de capital no tendrán acceso a la misma información, lo que atenta contra una de las condiciones para la convergencia de expectativas. Los requisitos de reputación para tener una participación sostenida en el mercado, el establecimiento de estándares de mercado formales en materia de transacciones, pagos y garantías, y el surgimiento de las empresas clasificadoras de valores y demás instituciones de mercado encargadas de la información y la divulgación, tienden a reducir con el tiempo las manifestaciones burdas de ese comportamiento oportunista. Pero el lucro potencial sigue siendo un aliciente constante para que los agentes manipulen la información de maneras menos detestables.

La reacción del FMI y del Grupo de los Siete ha sido trasladar la fuente principal de información asimétrica del oportunismo privado al oportunismo gubernamental. En su evaluación luego de la crisis monetaria mexicana de 1994-1995 acusaron al gobierno mexicano de engañar a los inversionistas de cartera reteniendo datos sobre el balance de pagos y los balances de los bancos mexicanos. A fin de evitar futuras especulaciones monetarias, el Grupo de los Siete autorizó en 1996 al FMI para establecer Normas Especiales para la Divulgación de Datos: "que ofrecen a los países que tienen acceso, o procuran acceder, a los mercados internacionales de capital, un medio voluntario de suministrar datos económicos periódicos, oportunos e integrales. Un aspecto clave de la implementación será una cartelera electrónica mantenida por el FMI en la página de la

Web en la Internet" (FMI, 1996).

Los movimientos especulativos masivos contra las monedas asiáticas un año después sugieren que la solución de la cartelera electrónica era meramente un método fracasado para que el Grupo de los Siete y el FMI pudieran soslayar la realidad de que las entidades privadas también manipulan la información.[5/](#)

Otra crítica es que los "operadores técnicos", que se concentran en interpretar las modalidades de comercio y no los fundamentales, son un componente importante de los mercados de activos modernos. Los operadores "técnicos" analizan los datos sobre el precio de los activos, el volumen transado y la composición del intercambio a fin de descubrir los patrones que según ellos indican cuando es inminente que se produzcan puntos de inflexión significativos. Sus estrategias comerciales de seguir tendencias tienden a acentuar la volatilidad del mercado, pero contrariando la hipótesis del mercado eficiente, la estabilización de la especulación por los corredores en fundamentales no ha conseguido desterrar tales estrategias comerciales, lo que sugiere que tienden a ser persistentemente lucrativas.[6/](#) De hecho, en los modelos teóricos recientes de los mercados de valores, los operadores técnicos destierran la transacción "racional" aumentando la volatilidad a un nivel tal que los operadores racionales se ven obligados a volverse cronometradores del mercado: ya sea adoptando estrategias seguidoras de tendencias y contribuyendo con ello a la volatilidad del mercado, o bien marginándose a la espera de que irrumpa el efecto de los fundamentales (De Long y otros, 1990, Shleifer y Summers, 1990).

Sin embargo, la crítica teórica más penetrante es que la incertidumbre inherente acerca de los rendimientos futuros de los activos de capital hace que sea lógicamente incompatible la racionalidad de la hipótesis del mercado eficiente con el comportamiento maximizador de la riqueza en los mercados financieros. Esta posición keynesiana (Keynes, 1936, capítulo 12) ha recibido respaldo renovado en los modelos recientes de los mercados financieros en un formato de dinámica no lineal (teoría del caos). Para aislar el elemento de la racionalidad, se supone que todos los agentes de estos modelos no están coludidos, tienen acceso a la misma información, y son racionales "en el sentido de que formulan expectativas sobre hipótesis verificables, y autocorrigen sus estrategias comerciales en función de los resultados" (Arthur y otros, 1998). Pero como la información acerca del futuro es limitada, evalúan los datos disponibles en forma heterogénea y formulan hipótesis divergentes. La reevaluación de sus propias hipótesis se basará, además, no sólo en la información adicional que suministran los precios de los activos después de la transacción, sino también en el conocimiento de que otros agentes estarán reevaluando sus planteamientos sobre las reevaluaciones de otros corredores. Es decir, los agentes racionales formulan todo el tiempo teorías acerca de cómo reaccionaría el mercado a las nuevas informaciones en materia de "fundamentales" y expectativas. Según la conocida frase de Keynes, preverán lo que la opinión del promedio espera que sea la opinión del promedio (Keynes, 1936, p. 156).

Como las deducciones *a priori* sobre el estado de las expectativas y las estrategias comerciales de otros agentes entrañan una regresión infinita hacia la subjetividad, los

agentes racionales tienen que depender sobre todo del razonamiento inductivo. No existe una manera objetiva de verificar sus expectativas hipotéticas que no sea aplicándolas y observando los resultados. El razonamiento inductivo es un proceso racional que impide maximizar la toma de decisiones.^{7/} Esto no excluye la posibilidad de que operadores heterogéneos puedan llegar a tuntas a un conjunto común de expectativas. Sí significa que tal equilibrio racional de expectativas sería un caso especial, que no estaría basado en un consenso general sobre el "verdadero" modelo de cómo los fundamentales determinan los precios de equilibrio, sino en una confluencia de juicios subjetivos sobre la reacción probable de los operadores a las informaciones sobre precios y fundamentales. Tal equilibrio de expectativas tiende a ser transitorio, puesto que los agentes individuales podrían socavarlo colectivamente al tratar de obtener ganancias ideando nuevos instrumentos y estrategias comerciales.

Las condiciones para que surja un equilibrio de expectativas entre operadores heterogéneos han sido el centro principal del modelado dinámico no lineal de los mercados de activos. La simulación de mercados compuestos por operadores heterogéneos con retroalimentación de las creencias y revisiones de estrategias múltiples y variables requiere modelos que son demasiado complejos para soluciones determinadas, pero que permiten la experimentación numérica. Arthur y otros dan cuenta de los siguientes resultados de sus experimentos:^{8/}

"Concluimos que si nuestros agentes adaptan con suma lentitud sus pronósticos a las nuevas observaciones del comportamiento del mercado, el mercado converge en un régimen de expectativas racionales. Aquí, las expectativas "mutantes" no logran un asidero rentable ... el volumen de transacciones sigue siendo bajo. Rige la teoría del mercado eficiente.

"Por otra parte, si permitimos que los operadores se adapten a las nuevas observaciones de mercado a un ritmo más realista, persisten las creencias heterogéneas, y el mercado se autoorganiza en un régimen complejo, Pasa a apreciarse una rica 'sicología de mercado' - un nutrido conjunto de expectativas. Las operaciones técnicas surgen como una actividad lucrativa, y de vez en cuando hay burbujas y cracs temporales. El volumen de las transacciones es elevado, en que períodos de quietud alternan con otros de intensa actividad. Las series cronológicas de precios muestran persistencia de la volatilidad... y del volumen transado... el comportamiento individual evoluciona continuamente y no se estabiliza". (Arthur y otros, 1997, p. 301).

Por último, debe destacarse que un equilibrio de expectativas sólo significa que los planteamientos de los operadores son sustentables, pero no traduce el uso óptimo de recursos en la economía real. Puede coexistir con tasas elevadas de desempleo y de capacidad excedentaria. Cuando la sustentabilidad es una función del comportamiento autogenerado de los mercados financieros ^{9/} el "fundamental" estabilizador no sería otra cosa que una gran confianza en que la "opinión del promedio del mercado" está convencida de que las políticas que cree que contribuyen a sustentar la tendencia actual del precio de un activo son también políticamente sustentables y, por ende, "creíbles" (Eatwell 1997, pp. 30 a 36).

II. Un análisis de los hechos

En su reciente estudio histórico de la globalización financiera, Barry Eichengreen destaca la singularidad de la era clásica del patrón oro, 1880-1913. Fue el único período moderno prolongado en que la frecuente especulación desestabilizadora en los mercados de capital y crediticios nacionales y la movilidad irrestricta del capital internacional coexistieron con un equilibrio sostenido de las expectativas en los mercados cambiarios de las principales potencias industriales. El equilibrio de las expectativas alentó persistentemente los flujos financieros estabilizadores que facilitaron considerablemente el mantenimiento de tipos de cambio fijos (Eichengreen, 1996, capítulo 2). Lo que sostenía el equilibrio, señala, era la convicción compartida en los mercados financieros de que los gobiernos no sólo privilegiaban la preservación de la paridad oro de su moneda sobre otros objetivos de política, sino que tenían la libertad política para imponerla. Por ende, los movimientos del tipo de cambio del mercado hacia el punto en que había que exportar o importar oro solían provocar una corriente inversa de capitales de corto plazo que permitía prever un fortalecimiento del tipo del mercado que obviaba la necesidad de recurrir a los flujos de oro.^{10/} La expectativa de que el banco central ajustaría su tasa de descuento para facilitar la inversión descrita hacía más apetecible la rentabilidad prevista de la especulación estabilizadora. En la práctica, las llamadas "reglas del juego" del patrón oro -la no esterilización de la afluencia de capital extranjero eran violadas con frecuencia por los bancos centrales presionados para estabilizar el servicio de la deuda del gobierno o rescatar a un banco "demasiado grande para quebrar" como en la crisis Baring de 1890 (Eichengreen, 1996, pp. 27 a 30). ^{11/} Sin embargo, para proteger las reservas de oro del Banco de Inglaterra durante las crisis hubo que recurrir a canjes urgentes de oro con otros bancos centrales europeos, lo que inició una modalidad de coordinación de la crisis entre los bancos centrales europeos que fortaleció más la confianza del mercado en la credibilidad de las paridades oro.

En cambio, la resurrección del patrón oro en los años veinte carecía de credibilidad. "Cuando se alteró el sistema, el capital financiero que antes había fluido en dirección estabilizadora se dio a la fuga, transformando una alteración menor en una crisis económica y política" (Eichengreen 1996, p. 46).

¿Por qué la diferencia? Eichengreen subraya el cambio de las condiciones políticas e institucionales. Antes de la primera guerra mundial, la "cuestión social" no estaba todavía en la primera plana de lo político, por efecto de la limitación del sufragio popular y la débil movilización política de las clases trabajadoras, mientras que las restricciones al sindicalismo sustentaban la flexibilidad salarial. " Las autoridades podían tomar las medidas necesarias para defender la moneda sin sufrir consecuencias políticas funestas. Dado que los mercados estaban conscientes de este hecho, se inclinaban menos a atacar la moneda. En cierto sentido, las limitaciones a la amplitud de la movilidad del capital como fuente de aislamiento de los tipos de cambio vinculados al oro fueron reemplazadas por limitaciones a la amplitud de la democracia". (Eichengreen 1996, p. 191). Pero la "difusión del sufragio universal y el asociacionismo democrático como reacción contra la

tiranía de las fuerzas del mercado que el patrón oro había contribuido a desatar y la politización consiguiente del entorno normativo... destruyeron la viabilidad del patrón oro". (Eichengreen, 1996, pp. 191 y 192).^{12/} Tal vez una expresión más apropiada sería la nueva politización del entorno normativo, puesto que la política económica está siempre inserta en un entorno normativo configurado en gran medida por la distribución imperante del poder político.

Los acuerdos de Bretton Woods eran una solución de transición entre tres "lecciones" básicas aprendidas en la era del patrón oro y de la experiencia entreguerras.

1. Los tipos de cambio flotantes propician los flujos especulativos desestabilizadores y perturban los precios de los productos y el comercio exterior. La evaluación de Nurkse, compartida por todos los negociadores claves del Convenio Constitutivo de Bretton Woods, carta fundamental del FMI, señalaba que:

"Si hay algo que la experiencia entreguerras ha demostrado claramente, es que no se puede dejar que el tipo de cambio del papel moneda fluctúe día a día bajo la influencia de la oferta y la demanda del mercado... Si se permite que las monedas fluctúen libremente, la especulación en su más amplio sentido tenderá a desbaratar los tipos de cambio -la especulación no sólo en divisas sino también, en consecuencia, en productos que requieren divisas (Nurkse, 1944, pp. 147 y 148).

2. La restauración del comercio y de la inversión extranjera multilaterales comparables a los que imperaban en la era clásica del patrón oro debe ser un objetivo prioritario, lo que exige la formación de un régimen internacional de tipos de cambios estables y convertibles, parecidos al del patrón oro.

3. El clima sociopolítico de los países industriales ya no permitía defender un tipo de cambio fijo que se antepusiera a las políticas de pleno empleo y bienestar social (Ikenberry, 1993). Como escribió el principal negociador estadounidense:

"Los ingleses no han olvidado que en la crisis de la libra esterlina de 1931 se redujeron los servicios sociales en un intento por mantener fija la paridad de la libra. Escudarse en los acuerdos monetarios para imponer políticas impopulares cuyos méritos o deméritos no descansan en consideraciones monetarias internacionales propiamente tales sino en toda la filosofía y el programa económico del país en cuestión, viciaría la atmósfera de la estabilidad financiera internacional (White, 1945).

El Convenio Constitutivo creó un sistema para efectuar ajustes ordenados del balance de pagos que tradujo un compromiso entre la posición británica, construida sobre todo en torno a la primera y tercera lecciones, y la posición estadounidense basada principalmente en la primera y segunda lecciones. Los tipos de cambio se vincularían al oro en el caso del dólar estadounidense, y al dólar y al oro en el caso de las demás monedas, pero los tipos de cambio fijos podían ajustarse para aliviar "desequilibrios fundamentales", con el consentimiento del FMI. En tales casos los ajustes serían simétricos: los países con superávit de pagos considerables y persistentes procederían a apreciar, y los países deficitarios a devaluar, sus tipos de cambio. Las monedas serían

libremente convertibles en otras monedas para todas las transacciones en cuenta corriente, pero la convertibilidad del oro sería sólo intergubernamental. Sin embargo, los países miembros podían aplazar la convertibilidad, también con el consentimiento del FMI. Además, el Artículo VI permitía que los miembros aplicaran controles de capital indefinidamente, y disponía que el FMI suspendiera sus créditos si estaban financiando la fuga de capitales del país prestatario. El FMI supervisaría los ajustes en forma ecuaníme, y aportaría liquidez de corto plazo a los miembros con problemas de balanza de pagos, mientras que su institución gemela, el Banco Mundial, sería el conducto principal para los préstamos intergubernamentales de largo plazo.

La simetría del sistema formal dio paso rápidamente a la asimetría del poder. El FMI tenía poca influencia sobre los países superavitarios. Tampoco tenía mucha sobre los países deficitarios, puesto que los Estados Unidos, la fuente principal de liquidez internacional, decidió darle escaso sustento al Fondo y al Banco Mundial. En cambio, su generosidad se manifestó en conductos que apoyaban más directamente sus objetivos de la Guerra Fría -el fortalecimiento de Europa occidental como bastión contra el comunismo, y "ganarse la mente y los corazones" de los países en desarrollo, cuyo número aumentaba con rapidez debido a la descolonización. En consecuencia, las normas de Bretton Woods se aplicaron en forma relajada. Después de los primeros años de la posguerra, los gobiernos de Europa occidental pudieron evitar nuevas devaluaciones y conciliar sus déficit de pagos en el exterior con sus objetivos de empleo y bienestar social recurriendo a los controles de capital y de las importaciones, con ayuda estadounidense como apoyo de emergencia, de modo que la revinculación del tipo de cambio pasó a ser una rareza entre los países industriales durante la era de Bretton Woods. Los países en desarrollo procuraron también preservar tipos de cambio fijos mediante controles, aunque con menos capacidad de hacerlos cumplir con éxito. Se convirtieron en el teatro principal de operaciones del FMI y del Banco Mundial, cuyos recursos financieros se vieron no obstante empequeñecidos por la asistencia extranjera bilateral de los Estados Unidos y el resurgimiento de los países de Europa occidental.

Pese a que el plan sufrió algunas alteraciones, la era de Bretton Woods (1948-1973) fue para la mayoría de los países el punto culminante del bienestar económico y social; en forma retrospectiva se la ha apodado la edad dorada del capitalismo (Marglin y Schorr, 1990). Pero el régimen cambiario de tipo fijo fue dado de baja por su incapacidad para resolver el "dilema de Triffin": cómo seguir aumentando las obligaciones estadounidenses internacionales en dólares para satisfacer las necesidades de reserva monetaria de la economía mundial en expansión, sin minar la confianza de que esas reservas seguirían siendo *de facto* plenamente convertibles en oro (Triffin, 1960). Cuando las obligaciones monetarias estadounidenses con el exterior superaron las reservas oficiales de oro a principios de los años sesenta, decayó la confianza y el precio del oro en el mercado privado del metal se elevó por encima del precio de paridad estadounidense. Francia agravó entonces el problema al canjear parte de sus reservas en dólares por oro estadounidense. Gracias a la revaluación moderada de un surtido de monedas europeas, los controles de capital estadounidenses, la mancomunación intergubernamental del oro, y la creación de los derechos especiales de giro (DEGS) el régimen cambiario de tipo fijo pudo seguir funcionando durante los años sesenta, pero las

fugas especulativas contra el dólar se intensificaron a fines de la década, y en 1971 Estados Unidos suspendió la convertibilidad del oro. Los acuerdos para elevar el precio en dólares del oro, aunque sin restablecer la convertibilidad del mismo, y revaluar las monedas europeas y el yen, no lograron contener los movimientos especulativos contra el dólar y en 1973 el sistema de cambio fijo fue reemplazado oficialmente por tipos de cambio flotantes.

La autopsia de este fracaso clasifica sus causas en fallas de coordinación y la fuerza irresistible del mercado. Ninguna es concluyente. Las primeras destacan los obstáculos políticos que se oponen a las modificaciones conjuntas de las políticas macroeconómicas que podrían haber protegido la vinculación dólar-oro, en que la guerra de Vietnam impopular en los Estados Unidos y Europa, suele considerarse uno de los obstáculos críticos. De esto se infiere que modificaciones técnicamente viables de la política podrían haber resuelto el dilema de Triffin sin renunciar al régimen del tipo de cambio fijo, ni sacrificar los objetivos de bienestar de Bretton Woods. Sin embargo, estas explicaciones políticas hipotéticas de un acontecimiento único, son de por sí especulativas. La explicación de las fuerzas irresistibles del mercado tiene corolarios comprobables. El avance hacia las metas de Bretton Woods -monedas convertibles en cuenta corriente, un comercio más libre y un crecimiento económico más rápido- alentó de hecho la expansión de empresas transnacionales con el poder de evadir los controles de capital mediante la fijación de precios de transferencia, y amplió los cauces para que las firmas nacionales evadieran los controles de capital mediante la facturación ficticia de importaciones y exportaciones. Sin embargo, varios estudios confirman que los diferenciales de tasas de interés con cobertura entre las principales monedas en los años sesenta oscilaban entre 1 y 2%, lo que indica que los controles de capital seguían moderando el arbitraje entre monedas.^{13/} En el plano técnico, a fines de los años sesenta los gobiernos todavía tenían la opción de endurecer los controles de capital para contribuir a rescatar el régimen de tipo de cambio fijo ajustable. Sin embargo, en el plano político el precario equilibrio de poder entre la banca y el Estado, que había imperado durante las dos primeras décadas de la posguerra en los Estados Unidos y en Europa, se estaba resolviendo en favor de los bancos y los mercados financieros con sus demandas de mayor libertad de mercado (Pringle, 1992). Apoyaba esas demandas, según Robert Pringle, un "cambio de guardia" en términos de la ideología imperante de la política económica, en que la nueva generación de monetaristas tomaba el control de puestos claves para la formulación de políticas. Los monetaristas ofrecían legitimidad intelectual a la desregulación financiera. La creencia de los monetaristas de que los mercados podían ser controlados adoptando objetivos monetarios demostró ser correcta sólo en el corto plazo. Estas defensas tan débiles contra el poder del mercado fueron mucho menos difíciles de salvar que las que establecía el acuerdo de Bretton Woods. De hecho, este es el momento en que los mercados comenzaron realmente a divertirse (Pringle, 1992, pp. 98 y 99).

Para explicarse las fuerzas irresistibles del mercado es preciso entender los elementos políticos e ideológicos que las fraguaron.

La desregulación financiera se difundió imperceptiblemente durante los años setenta,

mientras los controles de capital seguían vigentes en la mayoría de los países a fines de la década. En contra de la afirmación de Milton Friedman en su contraataque canónico contra la primera lección, de que los tipos de cambio flotantes evitan las corrientes de capital especulativo mediante la rápida absorción de las crisis de balance de pagos (Friedman, 1953), los flujos de capital de corto plazo aumentaron durante los años setenta sumados a una mayor volatilidad del tipo de cambio real y nominal. Pero el holgorio realmente llegó a su punto en los años ochenta, cuando la liberalización del capital se expandió por toda la OCDE y una minoría respetable de los países en desarrollo abrieron enormes nuevos cauces para la transferencia casi instantánea de fondos a escala mundial.

El movimiento diario de divisas en el mundo se elevó de 18 mil millones de dólares en 1977 a 1 230 mil millones de dólares en 1995 (1 300 mil millones si se agrega el valor de mercado de instrumentos derivados) (Felix, 1996 b, cuadro A1). Se sumaron a la expansión una volatilidad aún mayor del tipo de cambio nominal y real y desajustes prolongados, que aumentaron los riesgos de exportación-importación y contribuyeron a desacelerar más el crecimiento del volumen de las exportaciones mundiales después de 1980. [14/](#) Cuando la relación entre el movimiento mundial de divisas y el valor del comercio mundial, que era de 3.5 a 1 en 1977, se elevó a 64.1 a 1 en 1995 (Felix, 1996 b, cuadro A.2), el exceso de demanda que se originó en las transacciones internacionales de activos financieros, más bien que los desequilibrios del comercio de productos básicos, había pasado a ser el determinante de los movimientos cambiarios. Las autoridades monetarias y fiscales de los países en desarrollo y las potencias industriales menores tuvieron que reorientar el centro de sus políticas cambiarias y de tasas de interés destinadas a mejorar la asignación de recursos en la economía real y concentradas en calmar las expectativas volátiles en los mercados financieros. Había que modificar la máxima neoliberal de "corrija precios" por la de "mantenga sus políticas aceptables para los mercados financieros". [15/](#)

No obstante, un estudio reciente del FMI calcula que de los 181 países miembros del Fondo, 36 habían tenido una o más crisis bancarias sistémicas y 108 habían atravesado por uno o más períodos de "notorios problemas bancarios" durante el período 1980-1995. El estudio define las crisis como aquellos "casos en que había movimientos especulativos u otros cambios de cartera sustanciales, colapsos de empresas financieras o intervención masiva del gobierno". Los problemas notorios traducen una "gran inestabilidad, casi crítica" (Lindgren, García y Saal, 1996). Así, 80% de los miembros del FMI están afligidos por uno u otro problema, porcentaje que ha crecido debido a las crisis financieras por las que atraviesan actualmente los países de Asia oriental y Europa oriental. Un estudio econométrico reciente de países en desarrollo centrado en los vínculos causales halla una fuerte correlación positiva entre la liberalización de los mercados financieros internos y la incidencia de las crisis bancarias y de balance de pagos (Kaminsky y Reinhart, 1996).

También resulta desconcertante para los partidarios de la liberalización del capital la observación de Martin Feldstein y colaboradores de que la elevadísima correlación entre el ahorro interno y la inversión que imperaba en los países de la OCDE durante los años

setenta, apenas declinó en los años setenta y ochenta, pese a la expansión explosiva de compras de bonos y acciones entre los países de la OCDE, con distintas monedas. (Feldstein, 1994). La explicación de Feldstein es que las operaciones de cobertura minimizan la transferencia monetaria neta de las transacciones de activos.^{16/} Pero para entender el crecimiento explosivo del movimiento de divisas desde los años setenta, hay que reconocer también que la cobertura, al extender la cadena de transacciones vinculadas con una operación inicial, no sólo extiende el riesgo, sino que genera otros nuevos. Estos a su vez ofrecen un mercado lucrativo para que las instituciones financieras ofrezcan instrumentos de cobertura novedosos, y altos ingresos para los "ingenieros financieros" empleados para diseñarlos. Pero dado que los riesgos sólo se pueden cubrir parcialmente, las innovaciones financieras también expanden las oportunidades para la toma de posiciones especulativas. Hace una década, un banquero londinense resumía así la dinámica en curso: "Un aspecto más polémico de la nueva configuración del sistema financiero es que el grueso de sus participantes tiene ahora intereses creados en la inestabilidad. Esto obedece a que el advenimiento de bolsas con alta tecnología ha elevado el nivel de los costos fijos. Los costos fijos elevados implican que se requiere un intenso movimiento para lograr rentabilidad. El movimiento intenso sólo tiende a ocurrir cuando los mercados son volátiles. Los analistas de Salomon Brothers lo dicen sin rodeos. 'Resulta lógico que el entorno más desestabilizante para una institución sea un entorno cambiario relativamente estancado'." (Walmsley, 1988, p. 13).

Una década después, un consultor de riesgos de Wall Street escribe: "si se considera que la gestión de riesgos a principios de los años setenta consistía casi exclusivamente en la evaluación del riesgo crediticio, resulta impresionante considerar la galaxia de riesgos que rastreamos, analizamos y gestionamos hoy. La observación se acompaña de una "lista parcial" de la galaxia, que contiene 45 categorías diferentes de riesgo" (Beder, 1997, p. 347).

Para los partidarios de la liberalización resulta muy desconcertante la acumulación de pruebas de que la globalización de las finanzas ha ido a la par con tendencias adversas en la economía del mundo real. El crecimiento del PIB real en la OCDE ha disminuido desde la desaparición de Bretton Woods, tal como lo ha hecho el crecimiento de la inversión fija y la productividad del trabajo y el capital (Felix, 1997, cuadros 2, 5 y 6). El aumento de los coeficientes exportaciones/ PIB de los países de la OCDE son indicadores ineficientes de la integración económica acelerada por efecto de la liberalización del comercio, ya que sólo reflejan menos desaceleración de las exportaciones que crecimiento del PIB luego de la desaparición de Bretton Woods (Felix, 1997, cuadros 3 y 4). Dicho retardo fue más selectivo en las regiones en desarrollo durante los años setenta, pero en los años ochenta abarcó la mayoría del mundo en desarrollo, salvo el Asia meridional y oriental (Felix, 1996 a, cuadros 3 a 6)

Los defensores de la liberalización del capital han respondido a tales datos con argucias retóricas confusionistas, tautologías y dudosos argumentos en materia de intensificación financiera. Así, a Bretton Woods se le da el trato de la leyenda negra. Lejos de haber sido una edad dorada, su legado de distorsiones del mercado, subestimado en un principio, requiere más tiempo y liberalización del mercado para corregir.

Dos estudios recientes de la OCDE ilustran la segunda línea de defensa, que consiste en basar las conclusiones sobre el bienestar exclusivamente en los datos financieros. El primero observa que estadísticamente la mitad del incremento de las tasas de interés reales entre los años setenta y ochenta obedeció a la liberalización del mercado financiero, lo que interpreta como indicativo de cuán grave tiene que haber sido la asignación ineficiente de recursos (Orr, Edey y Hviding, 1995). El otro estudio reconoce que la posibilidad de que el aumento del alcance y la diversidad de los servicios financieros resultantes de la liberalización financiera mejore el bienestar "depende del criterio que se aplica para decidir en qué medida la mayor actividad financiera es de beneficio económico y no sólo una agitación excesiva o innecesaria. Sin citar datos de la economía real, el estudio concluye que el levantamiento de los controles a las tasas de interés y el racionamiento del crédito impulsado por la regulación" tienen que haber mejorado la eficiencia en la asignación de los recursos al abrir oportunidades para diversificar la cartera internacional y eliminar una distorsión cuya severidad se refleja en el aumento sustancial del margen entre las tasas de préstamo interbancarias y las existentes entre banco y cliente en los países de la OCDE después de 1980 (Edey y Hviding, 1995). La misma premisa se usa también como prueba.

No cabe duda que en las economías de mercado, el sector financiero presta dos servicios esenciales al sector productivo: la difusión del riesgo y la liquidez. Pero impulsado por su dinámica endógena, el sector financiero también puede agregar riesgos a la economía, y la liquidez se esfuma con rapidez si los quiebres en las cadenas de compromisos de pago se propagan generando una crisis de pagos sistémica. Interpretar las correlaciones positivas entre la intensificación financiera y el ingreso per cápita de varios países como apoyo a la liberalización financiera (por ejemplo, King y Levine, 1993), es imputarle indebidamente monotonía a la relación no lineal entre las finanzas y la economía real. Así, entre 1955 y 1993 la proporción del PIB absorbida por el rubro de las finanzas, seguros y bienes raíces se elevó prácticamente en forma monótona en cada país del Grupo de los Siete. En cambio, la tasa tendencias de crecimiento de los bienes y servicios no financieros sólo subió en las dos primeras décadas, lo que apoya la tesis de que el aumento de la actividad financiera promueve el crecimiento de los bienes y de los servicios no financieros, pero declinó en las dos décadas siguientes, lo que sugiere que los nuevos aumentos en la participación de recursos absorbidos por el rubro mencionado estaban desplazando ahora al producto no financiero (Felix, 1996, gráficos 1 a 7). Dado que los controles financieros caracterizaron a las dos primeras décadas y la liberalización financiera caracterizó a las otras dos, los datos implican que la liberalización financiera facilitó la asignación ineficiente de recursos.

Las cadenas de pago entre distintas monedas, cada vez más complejas, muestran el efecto del palanqueo; la liquidez privada ha pasado a incorporarse sobre todo en complejas cadenas de pago y no en reservas líquidas más seguras. Simultáneamente, la relación entre las reservas oficiales en divisas y el movimiento diario de divisas cayó de 16 días en 1977 a un solo día en 1995. Ha estado aumentando la vulnerabilidad de los mercados financieros globalizantes a las pérdidas súbitas de liquidez por quiebres en las cadenas de pago, mientras las pérdidas súbitas de liquidez por quiebres en las cadenas de pago,

mientras que ha ido disminuyendo la capacidad de los bancos centrales para intervenir con liquidez de emergencia.

Las autoridades monetarias de los grandes países industriales han respondido hasta ahora de dos maneras, ninguna de ellas muy eficaz. El Acuerdo del Plaza de 1985 logró devaluar el dólar en relación con otras monedas importantes, pero los mercados financieros han frustrado fácilmente los esfuerzos ulteriores por fijar límites a las fluctuaciones monetarias claves. Cada nuevo Acuerdo de Basilea que se celebra sobre regulación bancaria entre los bancos centrales de los grandes países industriales ha sido obviado por nuevas innovaciones financieras de los bancos. Actualmente, los requisitos de capital bancario en función del riesgo, emanado del Acuerdo de Basilea de 1988, están siendo viciados por el crecimiento explosivo en la última década de los instrumentos derivados "a la medida". Ideados por los grandes bancos, los instrumentos derivados son partidas complementarias y, por ende, no están sujetas al acuerdo de 1988 sobre requisitos de capital de riesgo. Una enmienda al acuerdo de 1988, introducida en 1997, exige que cada banco evalúe su "capital en riesgo" en operaciones con instrumentos derivados, utilizando su propio modelo de riesgo y las autoridades reguladoras verifican el resultado. Pero cada vez más se reconoce que los modelos de "capital en riesgo" son defectuosos.^{17/} Y tal como Alan Greenspan señaló al anunciar la nueva reglamentación, "ahora sabemos que un número importante de balances quedan obsoletos en un día. Treinta años atrás se consideraba bastante adecuado que los reguladores examinaran los estados financieros en forma periódica: hoy tienen que actualizar continuamente los métodos reguladores" (*Wall Street Journal*, 8 de agosto de 1996).

Además, los mayores requisitos de capital de riesgo de los bancos les permiten dedicarse a la titularización, proceso en el que los bancos inician préstamos de largo plazo y los convierten en bonos negociables que son garantizados por las previstas corrientes de pago de paquetes de tales préstamos. Por lo tanto, los mercados de capital han asumido el seguimiento de una proporción creciente de la deuda de largo plazo de los bancos. Dado que el seguimiento individual de los préstamos que componen el paquete no es eficaz en función de los costos para los operadores de bonos, el seguimiento que hace el mercado de capitales tiende a concentrarse en el comportamiento de clases de bonos titularizados y, tal como con otros bienes comerciables, a tratar de "prever lo que la opinión promedio espera que sea la opinión del promedio" respecto a los movimientos de precio de los bonos. La diversificación de la cartera internacional y la volatilidad del tipo de cambio añaden una preocupación cambiaria, que combinada con el seguimiento por clases de activos y la "racionalidad inductiva" de los operadores está más propensa a producir suspensiones súbitas del crédito y efectos contagio que el préstamo bancario directo desplazado por los activos titularizados. Los bancos pueden evaluar mejor a cada deudor y pueden organizar con más facilidad acciones colectivas para compartir el riesgo de renovar los préstamos que los tenedores muy diversos de los bonos titularizados. Los bancos centrales y el FMI tienen los medios para obligar a los bancos a tomar tales medidas colectivas, pero no los apremiados de bonos. El economista de Wall Street John Lipsky concluye que en un mundo de capital móvil, titularizado, hay pocas probabilidades de que funcionarios del FMI sean capaces de construir un programa de estabilización creíble, que incluya las reformas estructurales necesarias en condiciones de

crisis, en cuestión de días. Incluso la disponibilidad de financiamiento externo público de emergencia en gran escala no será suficiente por sí mismo para garantizar el éxito (Lipsky, 1998).

Los participantes más vulnerables en el sistema financiero en vías de globalización, los países en desarrollo con sus flojos mercados financieros, han tratado de fortalecer sus defensas contra la especulación monetaria aumentando sus reservas en divisas. En 1997 poseían 55% de las reservas mundiales oficiales, pero representaban menos del 25% del comercio mundial. La acumulación de bonos del tesoro estadounidense y de depósitos bancarios de baja rentabilidad a un costo de oportunidad considerable ha contribuido a financiar los déficit crecientes en cuenta corriente de los Estados Unidos,^{18/} pero ha sido una defensa débil contra las especulaciones monetarias y la desaparición abrupta de la liquidez internacional. Por ende, los consorcios de préstamos de emergencia proporcionados por el FMI se han generalizado incluso más en los años noventa que durante la crisis de la deuda de los años ochenta.

Sin embargo, los últimos préstamos de consorcios, incluso más que durante la crisis de la deuda de los años ochenta, se vienen ofreciendo en condiciones impuestas por el FMI que otorgan primacía a reactivar la entrada de capitales privados y a integrar firmemente la economía con los mercados internacionales de capital. Es de rigor mantener el servicio íntegro de la deuda externa existente, y la garantía gubernamental por la deuda externa de las empresas privadas sobreendeudadas es un procedimiento estándar, mientras que la restricción de capitales y los controles a la importación para conservar divisas se descartan como incompatibles con la meta a largo plazo de la integración financiera. A fin de dar cabida a estas prioridades, la reestructuración que propicia el FMI exige ahora una restricción monetaria fiscal más severa, y los países sometidos a la terapia del Fondo tienen que soportar más crisis bancarias, bancarrotas, deflación de activos y desempleo que en la era de Bretton Woods. Esto ha generado una crisis de legitimidad para el FMI.

En Asia, la violencia popular y la oposición de los empresarios locales a la absorción de activos a precios de liquidación por empresas extranjeras amenazan con una reacción política violenta contra la asimetría de exprimir al deudor para proteger al acreedor. Pero al tratar de desviar esa reacción relajando la austeridad con mayores asignaciones de crédito, la mayor demanda de fondos por parte del FMI ha generado una reacción adversa en los medios de comunicación y las legislaturas del Grupo de los Siete que tienen que proveer esos fondos, en que la derecha y la izquierda se unen para condenar al FMI por rescatar a prestamistas irresponsables a un enorme costo para el país deudor, incitando con ello a que se otorguen créditos más riesgosos en el futuro (Schultz, Simon y Wriston, 1998).^{19/}

Más fundamental es el hecho de que el FMI y el Banco Mundial, a juzgar por sus frecuentes revisiones luego de la crisis de los conjuntos de "políticas racionales" que deben seguir los países en desarrollo para conciliar la apertura a los mercados financieros internacionales con la necesidad de esquivar las corrientes perturbadoras de capital especulativo, parece que realmente no tienen la menor idea de cómo podría lograrse ese objetivo. Ni las "políticas racionales" del modelo de políticas de "primera generación",

que recalca el crecimiento monetario estable, no inflacionario, la prevención de los déficits fiscales y la liberalización de los tipos de cambio y las tasas de interés, ni las revisiones posteriores más o menos ad hoc que recomiendan reordenar la secuencia de la liberalización, esterilizar las entradas y salidas de capital, vincular el tipo de cambio, hacer más rigurosa la supervisión bancaria, etc., han demostrado alguna eficacia para cumplir su cometido.

or lo tanto, después de la crisis mexicana, el Fmi y el Banco Mundial comenzaron a insistir en que el obstáculo fundamental era la estrechez e inexperiencia de los mercados financieros de los países en desarrollo, que los volvía muy propensos a magnificar el impacto de las convulsiones financieras y transformarlas en crisis. Sin embargo, las dos instituciones diferían en cuanto a la solución. El FMI proponía que el Fondo vigilara en forma más profunda los mercados financieros y la ejecución de políticas en los países en desarrollo y que estos países aportaran datos económicos más oportunos y transparentes. Se suponía que el suministro de mayor información en forma más oportuna moderaría las reacciones espantadizas de los mercados financieros internacionales que desencadenaban las crisis. El Banco Mundial, por su parte, consideraba que se estaba ante un proceso evolutivo. en que los países en desarrollo se hallaban en diferentes etapas de consolidación de los requisitos institucionales para absorber con eficacia las corrientes de capital. Los que se hallaban en las etapas iniciales requerían controles de capital para fortalecer sus defensas monetario-fiscales contra las marejadas y retiros súbitos de capital, mientras que los de etapas avanzadas podían abrirse plenamente al capital extranjero (Banco Mundial, 1997). La crisis asiática echó por tierra ambas soluciones.[20/](#)

Paul Volcker resumió el problema pendiente en un testimonio reciente ante el Congreso de los Estados Unidos como sigue: "Hay un agudo conflicto entre las finanzas mundiales y los pequeños mercados emergentes, causado por la cantidad de dinero que se mueve casi sin previo aviso, impelida por el afán de alta rentabilidad, en volúmenes que abruman a estas economías. No se trata de grandes transatlánticos como los Estados Unidos que pueden flotar en estas aguas. Se trata de canoas del Pacífico sur que pueden darse vuelta de campana" (citado en Sawyer, 1998).

Además, el problema es parte de uno más grande, captado por las estadísticas que demuestran que las corrientes de capital en expansión desde principios de los años ochenta han estado asociadas no sólo con tasas de interés real de largo plazo más elevadas en cada país del Grupo de los Siete, sino con tasas que han sido considerablemente más elevadas que la tasa de crecimiento del PIB de cada país. El único precedente histórico moderno es el período entreguerras, en cuya segunda mitad se desplomó el crecimiento del PIB. Durante la era clásica del patrón oro, el promedio de las tasas de interés reales fue ligeramente inferior al de las tasas de crecimiento del PIB (Felix, 1997, cuadro 9). Al expandirse la deuda pública y privada con mayor rapidez que el PIB nominal, la porción rentista del ingreso del Grupo de los Siete ha venido elevándose aceleradamente. Las altas tasas de interés reales deberían frenar la inversión, pero sólo han frenado la inversión real y no la financiera, como lo muestra la proliferación de fusiones y adquisiciones y el alza extraordinaria de los precios de las acciones. Así, la participación global del capital en el ingreso ha venido aumentando, y

puesto que los bonos y valores son en su mayoría de propiedad del decil de ingreso superior, el ingreso de los hogares y la concentración de la riqueza también han venido aumentando. Aunque la liberalización del capital, que ha fortalecido considerablemente el poder disciplinario de los mercados financieros, ha producido pingües ganancias para los grandes propietarios de activos y para los operadores del mercado financiero, la participación del capital no puede llegar a 100%. Sin embargo, es mucho menos probable que la especulación estabilizadora produzca una nivelación gradual de esa participación que las crisis financieras o las reacciones políticas produzcan una frenada en seco comparable a la que puso término al auge de los activos de los años veinte. Tal vez sea por eso que Volcker en su testimonio subrayó también que el desafío principal era controlar los flujos masivos de capital, que él consideraba la máxima amenaza a la estabilidad económica en todo el mundo (Sawyer, 1998).

III. Obstáculos políticos a las medidas racionales de control: algunas observaciones finales

Ahora que se ha desbaratado la tesis de que para lograr el bienestar económico conviene más expandir la globalización financiera que controlarla, cabe preguntarse ¿qué motiva la insistencia en una mayor liberalización del capital? Jagdish Bhagwati acusa como fuerza principal al "complejo Wall Street-Tesoro de los Estados Unidos", el va y viene de personal entre las firmas de Wall Street y los cargos claves del Tesoro estadounidense. El afán de hacer carrera y la selección por ideologías aseguran que las ambiciones de la comunidad financiera internacional estadounidense cuenten con el firme respaldo del Tesoro (Bhagwati, 1998). No sostiene que ese complejo sea propio de los Estados Unidos, sino que en ese país se llevan las riendas de la globalización financiera, [21/](#) aunque hay intercambios profesionales comparables en los demás países del Grupo de los Siete y en el FMI que contribuyen a promover la aceptación de los planteamientos estadounidenses. [22/](#)

No obstante, la existencia de un enfoque geopolítico más amplio lo prueba el rechazo aplastante que recibió la propuesta de Japón en agosto de 1997 de establecer un fondo monetario asiático de 100 mil millones de dólares que sería financiado conjuntamente por los países asiáticos, siendo Japón su contribuyente principal. El Fondo otorgaría créditos de emergencia para defender las monedas asiáticas en peligro y préstamos de largo plazo para el desarrollo en períodos más tranquilos. Se obtuvo rápidamente el respaldo de los países asiáticos, incluidos China y Taiwán, pero al tropezarse con la violenta oposición del FMI y Washington, Japón retiró la propuesta pocas semanas después (Altbach, 1997). Esto dejó a los créditos de consorcios propiciados por el FMI vinculados a su programa "clásico" de austeridad y liberalización del mercado como la única fuente de financiamiento de emergencia. Washington y el FMI presionaron al Japón para que ayudara a la recuperación volviéndose "Keynesiano", es decir, aumentando su déficit fiscal y estimulando el consumo, y que al mismo tiempo abriera más su mercado interno a los productos extranjeros y su sector financiero a los competidores extranjeros. En el plano económico esto era contradictorio, pero desde el punto de vista geopolítico la

maniobra era un triunfo doble, porque suprimía un posible bloque monetario y comercial asiático en formación y promovía los intereses de las empresas multinacionales e instituciones de crédito estadounidenses. [23/](#)

La negativa rotunda de Estados Unidos a colocar el impuesto Tobin en el programa del Grupo de los Siete parece ser, sin embargo, un caso en que la ideología le ganó la mano a la racionalidad geopolítica. El peligro de que las secuelas de las crisis financieras actuales y futuras hagan zozobrar los objetivos comerciales estadounidenses es por cierto de tal magnitud que aconseja reordenar las prioridades a medio camino: o sea restringir las corrientes de capital en vez de seguir liberándolas. El impuesto Tobin, que es un pequeño impuesto uniforme a escala mundial sobre las transacciones de divisas, es una manera más en armonía con el mercado y fácil de aplicar para frenar los flujos de dinero especulativo que los controles directos. El menor movimiento de divisas y los ingresos tributarios fortalecerían considerablemente el poder de los "tres grandes" para limitar la volatilidad de sus monedas. Los países en desarrollo podrían participar de los ingresos, y la tasa tributaria podría elevarse temporalmente para desalentar las marejadas de capital. No obstante, el impuesto Tobin se pasea como el fantasma de Banquo en las reuniones del Grupo de los Siete; los Estados Unidos se desvivieron por aplastar la tentativa del Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo de publicar una colección de documentos de conferencias de expertos que tratan diversos aspectos del impuesto Tobin que había contado con su patrocinio. [24/](#)

La objeción ideológica, que refuerza la renuencia interesada de las instituciones financieras a ser gravadas, se basa en el debilitamiento parcial de la disciplina del mercado financiero que acarrearía el impuesto respecto a las políticas nacionales. La reducción del arbitraje lucrativo de las tasas de interés aumenta la autonomía monetario-fiscal nacional, lo que estimularía una reactivación de las políticas keynesianas del pleno empleo, el Estado benefactor, los sindicatos fuertes y demás males de la era de Bretton Woods. Los conservadores estadounidenses que desean liquidar el FMI lo consideran como un vestigio de esa era, cuya eliminación liberaría íntegramente la capacidad de autorregulación de los mercados financieros y fortalecería el papel disciplinario de las políticas. Otros conservadores, que confían menos en esa capacidad autorreguladora -por ejemplo Alan Greenspan-, favorecen el fortalecimiento del FMI como un prestamista y disciplinador de emergencia. Pero Greenspan, que en una alocución reciente declaró que el caos asiático era un hito importante en lo que ha sido una tendencia significativa y al parecer inexorable hacia una forma de capitalismo nueva, más spenceriana, no ha mostrado el menor interés en frenar esa tendencia con el impuesto Tobin. [25/](#)

Hasta ahora, ya sea que el consejo provenga del FMI o de los partidarios de los controles de capital para los países en desarrollo, la carga de ajustarse a las corrientes de capital desestabilizadoras tienen que asumirla fundamentalmente los receptores. El impuesto Tobin, que sería el que más recargaría las fuentes de tales corrientes, debería tener un atractivo especial para los países en desarrollo. Los institutos normativos como la CEPAL, que no están limitados por vínculos con un complejo financiero, están bien situados para ilustrar a los ciudadanos de los países en desarrollo de su región sobre éste y otros aspectos de la crisis de la globalización financiera. Es un área de investigación

fértil y muy oportuna. El colapso del bienestar económico como justificación de la libre movilidad del capital, y la cacofonía de planteamientos contradictorios entre sus defensores, ofrece también la oportunidad para que la CEPAL recobre la supremacía como instituto latinoamericano de política económica que tuvo durante esos viejos tiempos pecaminosos de Bretton Woods.

(Traducción del inglés)

Notas:

1/ El FMI define en general los controles de capital como "los controles cuantitativos, impuestos y subsidios aplicables a las transacciones en las cuentas de capital y financieras del balance de pagos" (FMI, 1995, p. 1).

2/ El informe apareció en mal momento. Preparado a mediados de los años noventa, y basado sobre todo en su proyección optimista del dinamismo de las "economías emergentes no OCDE de Asia y América Latina", encabezadas por los "cinco grandes de Brasil, China, India, Indonesia y Rusia" (extractado del prefacio redactado por el Secretario General de la OCDE), apareció justo cuando cobraba impulso el derrumbe asiático.

3/ Los teóricos del ciclo económico real adhiere *a pie juntillas* al criterio de que el comportamiento de los agentes económicos y los mercados puede explicarse satisfactoriamente mediante el modelo neoclásico de maximización coactiva. La idea teórica central es demostrar que las conmociones por manchas solares bastan para explicar los ciclos económicos en condiciones del *laissez-faire*, sin necesidad de recurrir a los efectos keynesianos de la demanda agregada. Dado que la incidencia de los terremotos y otras catástrofes naturales difícilmente se correlaciona con los ciclos económicos, los partidarios del ciclo económico real hacen hincapié en las conmociones exógenas de la tecnología. La premisa es que las innovaciones tecnológicas son acontecimientos sorpresivos generados por un proceso ajeno al mercado. Al adoptar esa premisa los partidarios del ciclo económico real están rechazando, sin embargo, sin más explicación, una nutrida literatura de posguerra sobre el cambio tecnológico influido por los factores, que también pretende extender el poder explicativo del modelo neoclásico demostrando que las innovaciones tecnológicas son dirigidas por las fuerzas del mercado. Al descartar esta parte de su paradigma esencial como analíticamente inconveniente, los partidarios del ciclo económico real se están embarcando, según la terminología de Imre Lakatos, en un programa de investigación degenerado.

4/ Para una breve elaboración y referencias véase Felix (1996 a, pp. 85-87).

5/ En la víspera de su crisis actual, la deuda privada de Tailandia representaba 80% de su deuda externa. Gran parte de ella se acumuló después de 1991 cuando "debido a la presión del FMI, se aplicó un conjunto de medidas liberalizadoras radicales, que incluyeron: la eliminación de los topes a varias clases de depósitos de ahorro y a plazo;

menores restricciones a la gestión de cartera de las instituciones financieras y los bancos comerciales; normas más flexibles sobre la suficiencia de capital y la expansión del campo de operaciones de los bancos comerciales y las instituciones financieras; desmantelamiento de todos los controles cambiarios importantes; y establecimiento del Centro Bancario Internacional de Bangkok donde se permitía que los bancos locales y extranjeros aceptaran depósitos y prestaran en moneda extranjera, tanto a residentes como a no residentes, tanto para inversiones internas como externas". Declaración del profesor Walden Bello, Universidad de Chulalongkorn, Bangkok, ante el Subcomité de Supervisión General e Investigaciones, Comité de Servicios Bancarios y Financieros, Cámara de Representantes del Congreso de los Estados Unidos, 21 de abril de 1998. Para una evaluación anterior a la crisis realizada por un equipo del FMI, que elogia estos acontecimientos, véase Kochar y otros, 1997.

6/ Respecto a la prevalencia del análisis bursátil en estos mercados, una encuesta reciente de los corredores que participan en el mercado de divisas más grande del mundo, el de Londres, concluyó que más del 90% de ellos dependía sobremanera de dicho análisis para las operaciones cambiarias de corto plazo. La dependencia disminuía en las operaciones con más de un mes de vencimiento (Taylor y Allen, 1992). Sin embargo, más de cuatro quintos de las transacciones cambiarias globales de divisas de los últimos años han involucrado viajes de ida y vuelta de una semana o menos (Felix, 1996 b, cuadro A.5).

7/ Andrew lo ilustra con el cálculo siguiente la vacuidad de la máxima que postula que los operadores racionales explotan todas las oportunidades comerciales lucrativas. Si en enero de 1926 un inversionista hubiera colocado un dólar en bonos del Tesoro estadounidenses y reinvertido las utilidades mensualmente habría acumulado (descontando los costos de transacción) 14 dólares en diciembre de 1996. En cambio, si hubiera invertido ese dólar en una cartera de acciones S & P 500 y reinvertido mensualmente las utilidades, habría acumulado 1 371 dólares en diciembre de 1996. Pero si hubiera podido predecir correctamente qué activo iba a producir la rentabilidad más alta cada mes y hubiera alternado en consecuencia sus inversiones entre los bonos del Tesoro y las acciones, en diciembre de 1996 habría acumulado 2 296 183 456 dólares! (Lo, 1997, pp. 213-214).

8/ La experimentación consistió en variar los parámetros de un modelo no lineal que permite que la retroalimentación de las creencias modifique las estrategias de los agentes, y utilizaron el mercado bursátil artificial computarizado del Instituto de Santa Fe para generar las series numéricas alternativas. Incorporado en el modelo no lineal hay un equilibrio de expectativas, pero el hecho de que los operadores heterogéneos converjan o no converjan en él depende del carácter y la velocidad de sus reacciones a los conjuntos variables de precios, volúmenes, rentabilidades, etc. generados por las sedes computarizadas alternativas.

9/ George Soros, un operador financiero de bastante éxito, al criticar la hipótesis del mercado eficiente, destaca también que es intrínsecamente por autorreferencia que se forman las expectativas del mercado financiero. (Soros, 1994).

10/ Las juntas monetarias y los mercados de capital minúsculos impedían que las regiones coloniales perturbaran la estabilidad cambiaria. Por otra parte, los países políticamente independientes de América Latina, pese a los acuerdos de sus juntas monetarias, eran sacados con frecuencia del patrón oro por la especulación desestabilizadora. Dominados políticamente por grandes terratenientes con poco capital y especuladores de la propiedad urbana, las restricciones de la junta monetaria a la emisión de moneda se eludían estableciendo bancos de crédito estatales para acceder al mercado de bonos de Londres y luego represtar en el país en condiciones favorables, siendo la tierra la garantía principal. Este peligroso arreglo provocaba ciclos de depreciación cambiaria, cuando se desplomaba el valor de la propiedad, lo que derivaba en crisis de la banca, salida del oro, no pago de bonos, suspensión del acceso al crédito londinense, y suspensión intermitente de la convertibilidad del oro.

11/ Bloomfield observó que en la mayoría de los años que duró la era clásica del patrón oro las tenencias de activos en el plano interno y en el exterior de los bancos centrales se movían en direcciones opuestas, lo que sugería que la afluencia de capital esterilizante predominaba sobre la adhesión a las "reglas del juego" (Bloomfield, 1959). Nurkse había observado que los bancos centrales presentaban un patrón similar durante el breve retomo al patrón oro después de la primera guerra mundial (Nurkse, 1944).

12/ Eichengreen parafrasea aquí, reconociendo su autoría, una tesis central de Karl Polanyi, *The Great Transformation* (Nueva York, 1994).

13/ Véase Eichengreen, 1996, p. 121, y los estudios citados en ese artículo. En cambio, en los años ochenta cuando la mayoría de los países industrializados había abolido los controles de capital, el arbitraje de los flujos disminuyó los diferenciales de tasas de interés con cobertura entre estos países a una pequeña fracción de la unidad porcentual. (Frankel, 1992).

14/ La volatilidad mensual del tipo de cambio entre las monedas del Grupo de los Cinco fue en promedio 22% mayor en 1980-1984 y 35% mayor en 1985-1989, que en los ya volátiles años setenta (Blundell-Wignall y Browne, 1991, cuadro 7). La relación entre el tipo de cambio real anual ponderado máximo y mínimo fue de 2/1 para el dólar, 1.65 para el yen y 1.38 para el marco alemán durante 1980-1991. En América Latina el promedio fue de 2.3/1 para la región, con una relación superior a 3/1 en un quinto de los países (Felix, 1996 a, cuadro 12). El crecimiento anual medio del volumen de exportaciones mundiales fue de 8.0% en 1959-1970, cayó a 6.2% en 1971-1982, y a 5.8% en 1983-1994 (Felix, 1997, cuadro 3).

15/ Dos estudios especiales del *The Economist* (de Londres) formulan claramente la transformación de la retórica neoliberal. El estudio de 1983 mostraba estupefacto que la respuesta del FMI y del Banco Mundial a la pregunta ¿cómo pueden crecer las economías? podía sintetizarse en tres palabras: corrija los precios (*The Economist*, 1983, p. 39). En cambio, el estudio de 1995 sostenía que si bien los mercados financieros eran ahora los "conductores" de la economía mundial, sus reacciones desempeñaban el saludable servicio de disciplinar la formulación de políticas nacionales (*The Economist*,

1995).

16/ Por ejemplo: un fondo operador de bonos de Wall Street, que advierte un alza del diferencial de tasa de interés de los bonos del gobierno español respecto del gobierno, invierte un millón de dólares en comprar 150 millones de pesetas de los bonos españoles. Cubre la transacción durante el período de tenencia de los bonos mediante la venta a plazo de 150 millones de pesetas por dólares. Así, mientras los dólares permanecen en España durante ese período, la contrapartida a la transacción a plazo ha comprometido fondos por un millón de dólares, los que por lo tanto no están libremente disponibles para financiar más importaciones. Si el fondo operador de bonos solicitara también un préstamo por un millón de dólares a un banco español utilizando sus bonos en pesetas como garantía, y reinvirtiera los dólares en activos no denominados en pesetas, entonces no habría ninguna entrada neta. Para que tales operaciones sean rentables el interés neto y las ganancias de capital deben superar los costos de la cobertura y demás transacciones, más una prima para cubrir los riesgos no cubiertos. Tales riesgos se multiplican con la complejidad de los compromisos de pago.

17/ Los modelos son variantes del modelo canónico Black-Scholes para fijar los precios de los instrumentos derivados. Ese modelo exige que la media de distribución de la volatilidad del valor en cuestión sea estable y que la distribución siga la curva normal de Gauss. Dado que la media tiende a variar mientras dura la operación con instrumentos derivados, los evaluadores de riesgo tienen que estimar subjetivamente la media relevante y utilizar la curva normal para estimar la frecuencia de las diferentes desviaciones de la media. Sin embargo, las investigaciones de series de precios de valores reales hallan no sólo medias variables, sino también una alta incidencia de "extremos gruesos" en las curvas de frecuencia es decir. distribuciones que son platicúrticas y no gaussianas. La presencia de extremos gruesos significa no sólo que la probabilidad de variaciones extremas de la volatilidad es mayor que la supuesta por los modelos de riesgo, sino que también hay que adivinar esa probabilidad en vez de calcularla por fórmula (Figlewski, 1997, Lo, 1997).

18/ Los países en desarrollo han financiado otra parte de los déficit en cuenta corriente de los Estados Unidos mediante el aumento de las tenencias privadas de dólares relacionados con la difusión de las políticas de dolarización en América Latina, y mediante las salidas de capital privado de los países en desarrollo a los paraísos tributarios extraterritoriales, invertido en valores estadounidenses.

19/ La crítica responsabiliza al rescate de los inversionistas de cartera en la crisis mexicana de 1995 de haber impulsado la avalancha de corrientes de capital de corto plazo destinadas a Asia oriental un año más tarde, cuyo abrupto éxodo a mediados de 1997 desencadenó la crisis asiática. El caso mexicano fue realmente flagrante. Cerrando la ventana de dólares, México podía haber detenido la fuga de tesobonos en el tercer trimestre de 1994 que estaba agotando casi todas sus reservas en dólares. No se habría incurrido en ningún incumplimiento, puesto que los tesobonos eran bonos del gobierno denominados en pesos indizados conforme al tipo de cambio peso/dólar, y México podía haber cumplido fácilmente con su obligación contractual de suministrar pesos adicionales

en caso necesario. Sin embargo, los créditos de consorcio encabezados por el FMI ascendentes a 50 000 millones de dólares, estaban condicionados a que México mantuviera abierta la ventana de dólares para la fuga de capitales, lo que violaba abiertamente el artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI. A fin de obtener apoyo para el crédito de 50 000 millones de dólares, los embrolladores del FMI y el Tesoro de los Estados Unidos comenzaron a anunciar a los tesobonos denominados en dólares estaban en peligro inminente de incumplimiento. La mayoría de los análisis posteriores de la crisis mexicana han sido engañados por este juego de palabras.

20/ Según el estudio del Banco Mundial -que apareció justo cuando se iniciaba la crisis asiática- las economías del Asia oriental habían alcanzado su etapa evolutiva culminante y estaban listas para la plena integración con los mercados internacionales de capital. "Los mercados (de capital) emergentes más dinámicos comprenden la mayoría del Asia en alto crecimiento (República de Corea, Malasia y Tailandia, seguidos muy de cerca por Indonesia y Filipinas). Los mercados del Asia oriental se destacan por su grado de desarrollo y liquidez (Banco Mundial, 1997, p. 59)". También sostenía que lo que aceleraba el avance de las etapas evolutivas era la creciente aptitud de los mercados financieros internacionales para evaluar los riesgos y rentabilidades de un país en desarrollo, de modo que "es difícil que los efectos contagiosos como los observados después de la crisis mexicana sean duraderos" (Banco Mundial, pp. 2 a 5 y 78). El FMI afirmaba también que la reacción de los mercados financieros internacionales al rescate mexicano era una mayor cautela y mejor evaluación del riesgo, y no un comportamiento centrado en el riesgo moral (FMI, Personal del Departamento de Estudios, 1996, pp. 19 a 21).

21/ Así, Volcker en su testimonio ante el Congreso señaló que no eran "burócratas anónimos" del FMI los que habían tomado las decisiones sobre el paquete de rescate, sino funcionarios del gobierno estadounidense como el Secretario del Tesoro Rubin y sus subalternos. A los asistentes que criticaban al FMI les dijo que sus inquietudes debían comunicarse al Tesoro (Bob Davis, *The Wall Street Journal*, 6 de mayo de 1998, p. A2).

22/ Para una disección detallada de los planteamientos sobre el mercado libre de capitales del complejo canadiense Bay Street Ministerio de Hacienda véase McQuaig, 1998.

23/ El Representante Comercial de Estados Unidos, Charlene Barshefsky, anunció que el Departamento de Comercio de Estados Unidos transmitía ahora al FMI, por conducto del Tesoro, cualquier inquietud que tuviera el país sobre las políticas comerciales de miembros del FMI, y que el FMI suspendería el desembolso de fondos a los miembros que no reaccionaran (Khor, 1998).

24/ Los artículos, redactados por prestigiados economistas internacionales, están publicados en Mahbub y otros, 1996. *Le monde diplomatique* (1997), brinda un recuento detallado de la supresión. Para un relato de cómo el complejo Bay Street-Ministerio de Hacienda frustró la tentativa del Ministro de Hacienda de Canadá, un personaje ajeno a la banca, de introducir el impuesto Tobin en la agenda de la reunión de Halifax del Grupo de los Siete en junio de 1995, véase McQuaig, 1998, cap. 5.

25/ "The Ascendance of Market Capitalism", observaciones formuladas por Alan Greenspan en la Convención Anual de la Sociedad Americana de Editores de Periódicos, Washington, D.C., 2 de abril de 1998. Este curioso eufemismo para la expresión *laissez-faire* se refiere a Herbert Spencer, el filósofo victoriano, cuyo libertarismo sin compromisos lo llevó a oponerse no sólo a todo programa gubernamental de saneamiento y educación, sino también a la extensión del sufragio a los trabajadores. No cabe duda que Greenspan es más comprometido. Pero si el sufragio limitado era lo que protegía la paridad del oro en la era clásica del patrón oro, el compromiso con el capitalismo spenceriano ¿sugiere que las tensiones en el compromiso ideológico de los Estados Unidos con la democracia y la libre movilidad del capital, podrían llevar a los libertarios conservadores a dejar de lado la primera si fuera necesario para salvar la segunda?

Bibliografía

Altbach, E. (1997): "The Asian Monetary Fund Proposal: A Case Study of Japanese Regional Leadership", Japan Economic Institute Report, N° 47A, Tokio, 19 de diciembre

Arthur, W. Brian y otros (1997): "Asset pricing under endogenous expectations in an artificial stock market", *Economic Notes*, vol. 26, N° 2, Siena, Banca Monte dei Paschi di Siena.

Banco Mundial (1997): "Private Capital Flows to Developing Countries: the Road to Financial Integration", World Bank Policy Research Report, Nueva York, D.C., Oxford University Press.

Beder, T.S. (1997): "What we've learned about derivatives risk in the 1990's", *Economic Notes*, vol. 26, N° 2, Siena, Banca Monte dei Paschi di Siena.

Bhagwati, J. (1998): "The capital myth", *Foreign affairs*, vol. 77, N° 3, Nueva York, Council on Foreign Relations.

Bloomfield, A. (1959): *Monetary policy under the international gold standard, 1880-1914*, Nueva York, Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

De Long, J.B. y otros (1990): "Noise trader risk in financial markets", *Journal of Political Economy*, vol. 98, N° 4, Chicago, The University of Chicago Press.

Eatwell, J. (1997): "International Financial Liberalization: The Impact on World Development", OECD Discussion Paper, N° 12, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).

Edey, M. y K. Hviding (1995): "An Assessment of Financial Reform in OECD Countries", OECD Economic Studies, N° 25, París, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).

Eichengreen, B. (1996): *Globalizing capital: a history of the International Monetary System*, Princeton, Princeton, University Press.

Feldstein, M. (1994): "Tax policy and international capital flows", *Weltwirtschaftliches Archiv*, vol. 4, N' 130, Tubingen, Christian-Albrechts-Universitat.

Felix, D. (1996a): "Financial globalization versus free trade: the case for the Tobin tax", *UNCTAD Review, 1996* (UNCTAD/SGO/10), Ginebra, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).

- (1996b): "Statistical appendix", *The Tobin tax: coping with financial volatility*, Mahbub ul Haq, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (eds.), Nueva York, Oxford University

- (1997): "On drawing general policy lessons from recent Latin American currency crises", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 20, N' 2, White Plains, Rutgers University.

Figlewski, S. (1997): "Derivatives Old and New", Working Paper Series (S-98-8), Nueva York, New York University, Salomon Center.

FMI (Fondo Monetario Internacional) (1996): "El FMI sigue adaptándose al nuevo entorno mundial", *FMI Boletín*, vol. 25, N' 17, Washington, D.C., 16 de

- (1995): *Capital account convertibility: review of experience and implications for IMF policies*, Washington, D.C., octubre.

FMI (Fondo Monetario Internacional), Personal del Departamento de Estudios (1996): "Mercados financieros internacionales: ascenso en la curva de aprendizaje", *Finanzas y desarrollo*, vol. 33, N' 4, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), diciembre.

Frankel, J.A. (1992): "Measuring international capital mobility: a review", *The American Economic Review*, vol. 82, N' 2, Menasha. American Economic Association, mayo.

Friedman, M. (1953): "The case for flexible exchange rates", *Essays in positive economics*, Chicago, University of Chicago Press.
