

# Dos desafíos para el *siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización*

---

**Robert Boyer**

*Director de Estudios  
de la Escuela de  
Estudios Superiores en  
Ciencias Sociales,  
Director de Investigación  
del Centro Nacional de  
Investigación Científica, París*

En este artículo se hace un balance de la crisis financiera asiática y se analizan las diversas proposiciones formuladas para hacerle frente con vistas a evitar su repetición; se concluye que la globalización financiera ha desestabilizado los efectos potencialmente favorables de la apertura al comercio internacional y a la inversión productiva. Se subraya que la crisis financiera de 1997 no tuvo las consecuencias deflacionarias de la de 1929, por el efecto de las transformaciones institucionales efectuadas cuando los responsables políticos tomaron conciencia de ella. Sin embargo, la generalización de las estrategias de crecimiento impulsadas por las exportaciones tiende a repetir las situaciones de sobreproducción, agravadas por la plasticidad de las corrientes de capital internacionales. Se aprecia ahora que el siglo XXI debe marcar una doble inflexión. Por un lado habrá que buscar un mejor equilibrio entre la dinámica interna y la extraversion. Por otro lado, y sobre todo, habrá que poner en práctica una serie de reformas destinadas a evitar otras grandes crisis financieras. Están en discusión los méritos relativos de diversas opciones: negociación de un nuevo sistema internacional, plan Brady para los bancos, aplicación más estricta de las reglas prudenciales, búsqueda de transparencia en los movimientos de capital a corto plazo, la ampliación de nuevos mercados de opciones o incluso el establecimiento de un impuesto como el propuesto por Tobin. Sería peligroso introducir vuelcos estructurales en la organización productiva y social de las economías en respuesta a la sola presión que ejercen los mercados financieros internacionales. Por último, la constitución de zonas de integración regional define un camino medio entre la internacionalización en todas las direcciones y un repliegue proteccionista en el territorio nacional. En todo caso, es razonable suponer notables cambios con respecto al decenio de 1990.

# I

## Introducción

El decenio de 1990 aparentemente marcó un punto de inflexión en la crisis que se inició a fines de los años sesenta en los Estados Unidos y que de allí se propagó a los demás países desarrollados por efecto de los *shocks* petroleros. El paradigma de la producción, propio del fordismo, había perdido progresivamente su eficacia y cedía ante la aparición de nuevos principios, que la economía japonesa parecía haber descubierto y puesto en práctica con singular eficiencia, a tal punto, que en los años ochenta algunos analistas habrían podido pronosticar la “japonización” de los sistemas productivos y en general de las economías occidentales.

Muy distinta es la situación al cerrar el decenio de 1990: la internacionalización del comercio y la producción, y aún más, la fuerza creciente de las innovaciones financieras y su difusión a escala mundial caracterizan una nueva etapa, con la aparición de nuevos tipos de reglamentación. En adelante, las pautas de crecimiento se asentarán en la exploración de todos los aspectos de la competencia externa y de la inserción en las redes financieras internacionales. En esta materia, la economía estadounidense mostraría el camino a seguir a los demás países, que de una u otra manera deberían ajustarse a ese nuevo modelo gobernado por las finanzas.

El presente artículo pretende efectuar un análisis crítico de esta visión, que ha llegado a ser muy común.

En él se demuestra que no hay que confundir el proceso de internacionalización del comercio y de la producción con el de globalización financiera. En efecto, las crisis financieras pueden propagarse muy rápidamente de un país al otro. Sin embargo, las coyunturas nacionales y los sistemas de reglamentación siguen siendo muy diversos. En efecto, la hegemonía de las finanzas caracteriza sobre todo a las economías estadounidense y británica; muy poco a Alemania y el Japón, para no citar sino dos ejemplos de alternativas a un capitalismo dominado por el mercado puro. Más aún, si bien es cierto que una especulación moderada tiende a estabilizar el funcionamiento de los mercados de bienes y servicios, la acentuación de ese proceso tiene un efecto potencialmente desestabilizador sobre los mercados financieros. Si se adopta esta interpretación, importa disciplinar las finanzas. Paralelamente, cabe reconocer que no todas las economías tienen un tipo de crecimiento impulsado por las exportaciones, de modo que no podrían aplicarse en todas partes los mismos preceptos de política económica.

El artículo cierra con una comparación analítica de las diferentes soluciones que se han propuesto para superar los desequilibrios potenciales que caracterizan a la economía internacional contemporánea. El ideal sería negociar una nueva estructura financiera internacional, solución que no deja de plantear formidables problemas políticos.

# II

## Las finanzas para bien o para mal

La desreglamentación de los sistemas financieros nacionales, la multiplicación de innovaciones que crean nuevos instrumentos financieros y la desterritorialización de ciertos mercados han caracterizado los últimos quince años, al punto de transformar significativamente

la mayoría de los sistemas de regulación nacionales. Los gobiernos decidieron aplicar esta desreglamentación en la esperanza de fomentar la inversión, el crecimiento económico y el empleo, sin menoscabar la evolución regular de la coyuntura económica (Aglietta, Brender y Coudert, 1990). Esta tendencia se dio tanto en los grandes países industrializados como en las economías emergentes, donde se tradujo en la importación acelerada de los más sofisticados instrumentos financieros, provenientes de Wall Street y la City londinense.

---

□ Este artículo se ha preparado para la Revista de la CEPAL sobre la base de la actualización y ampliación de un texto publicado originalmente en francés en *Techniques financières et développement*, N° 53-54, diciembre de 1998.

nense. No es, pues, de sorprender que se haya producido una falta de sincronización entre las instituciones que dirigen el régimen de crecimiento económico de la mayoría de los países y el nuevo régimen financiero surgido de la apertura a esas innovaciones.

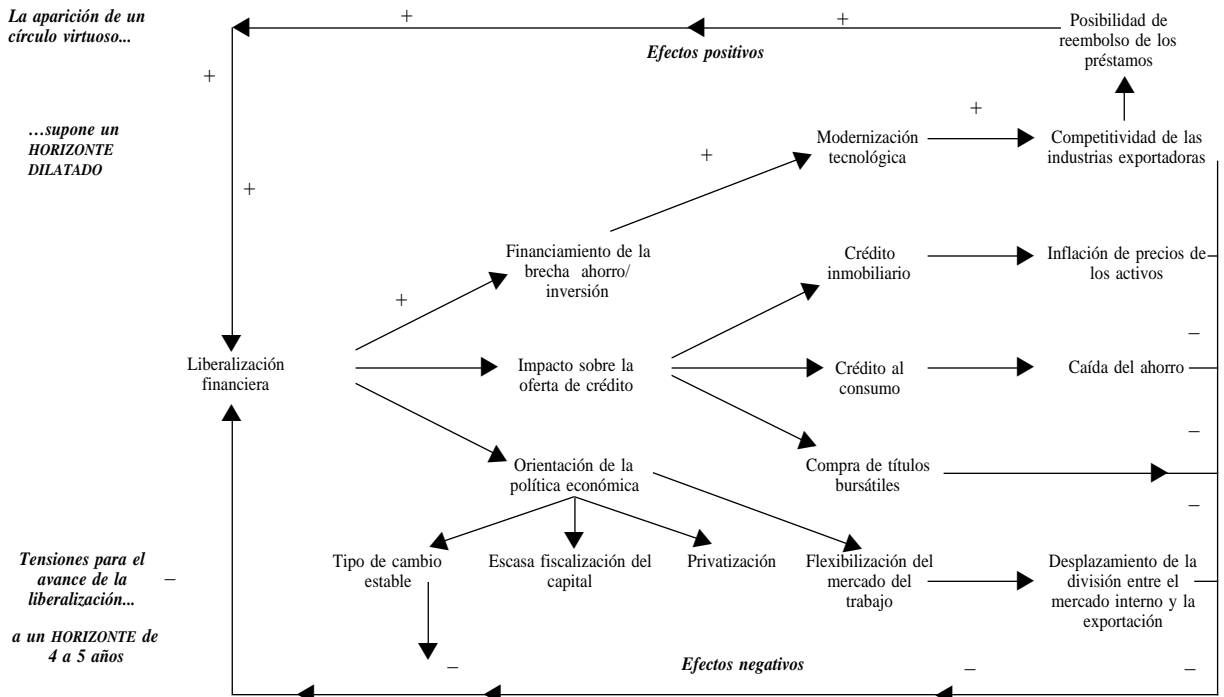
Retrospectivamente, pueden apreciarse los efectos contradictorios de esta apertura al mercado financiero internacional (gráfico 1). Por una parte, la afluencia de capitales extranjeros, cuando se trata de inversiones directas, contribuye a la formación de nuevas capacidades de producción, que incorporan los últimos avances de la tecnología, ya que el objetivo de las transnacionales, en el decenio de 1990, es el de establecer en algunos países una base productiva que les asegure la competitividad en el plano internacional. Esta estrategia se contrapone punto por punto con la que propendía a la sustitución de importaciones. Si las condiciones macroeconómicas son suficientemente estables y la afluencia de capitales se prolonga por un período cercano al decenio, cabe concebir que el aumento de las exportaciones permitirá a la larga saldar la deuda externa, en este caso privada. Este movimiento se diferencia de lo ocurrido en el decenio anterior cuando los préstamos internacionales tenían por destino el financiamiento de los déficit públicos. Este es el

lado virtuoso de la globalización, ya que el crédito internacional permite adelantar el crecimiento de la tasa de ahorro nacional y al mismo tiempo acelerar el crecimiento económico. Pero hay otra consecuencia, más problemática.

Por otra parte, en efecto la inversión se traduce también en la diversificación de las carteras de acciones y obligaciones, lo que se capta en el concepto de "mercado emergente". Las relaciones con el mejoramiento de la eficiencia productiva pueden producirse al revés del círculo virtuoso antes descrito. Desde luego, la oferta de crédito se vuelve abundante lo que se traduce en una bonanza inmobiliaria, la expansión del crédito al consumo y la compra de títulos bursátiles, todo lo cual impulsa una ola especulativa de la que no se ha escapado ninguno de los países que parecían más prometedores, ni en América Latina ni en Asia (Contamin y Lacu, 1998). La inflación de los precios de los activos, en algunos casos la caída en la tasa de ahorro, y los desplazamientos de la producción de exportaciones hacia el mercado interno provocan un círculo vicioso, que tiende a oponerse a la espiral virtuosa que se preveía como determinante en el momento de aplicar la liberalización financiera. Basta mantener estable el tipo de cambio con relación a una moneda de

GRAFICO 1

**La liberalización financiera no es la panacea. Efectos contradictorios a mediano y largo plazo**



referencia, a menudo el dólar, para que se manifiesten las tensiones inflacionarias en un deterioro de la balanza comercial, deterioro que al superar cierto umbral acaba por alertar a la comunidad internacional y precipita la fuga de los capitales de corto plazo (UNCTAD, 1998, pp. 59-76).

El drama de México, y luego de Indonesia, Tailandia y la República de Corea, es precisamente que ese vuelco en la apreciación de los mercados financieros ocurrió antes de que cosecharan los beneficios de la modernización tecnológica e industrial. Por este motivo, la liberalización financiera provocó en estos países una serie de crisis que asumieron una forma sin precedentes, lo que no deja de desconcertar a los ministros de hacienda y a los banqueros centrales. Más aún, las evoluciones observadas hacen dudar sobre la estrategia y los planes de ajuste del Fondo Monetario Internacional, que se fundamentan en una idea simple: "el mismo modelo, la misma crisis, la misma terapia para todos".

### III

## Una crisis financiera global, pero con variedad de coyunturas nacionales

El ajuste, a menudo dramático, ¿asume la misma forma en todos los países? Si estuviera fundamentada la hipótesis de la globalización como principio de cohesión de un sistema internacional sin precedentes, debería observarse esa uniformidad, con algunos roces producidos por la persistencia de instituciones nacionales en el proceso de normalización. Se trata más bien de una nueva forma de interdependencia entre economías nacionales que de la homogeneización de las economías y su fusión en el gran caldero de la globalización (Boyer, 1997; Lafay, Freudenberg, Herzog y Ünal-Kesenci, 1999).

Esto puede comprobarse directamente con el análisis de los movimientos de transmisión de la crisis asiática (gráfico 2). En ella se advierten tres mecanismos de acción:

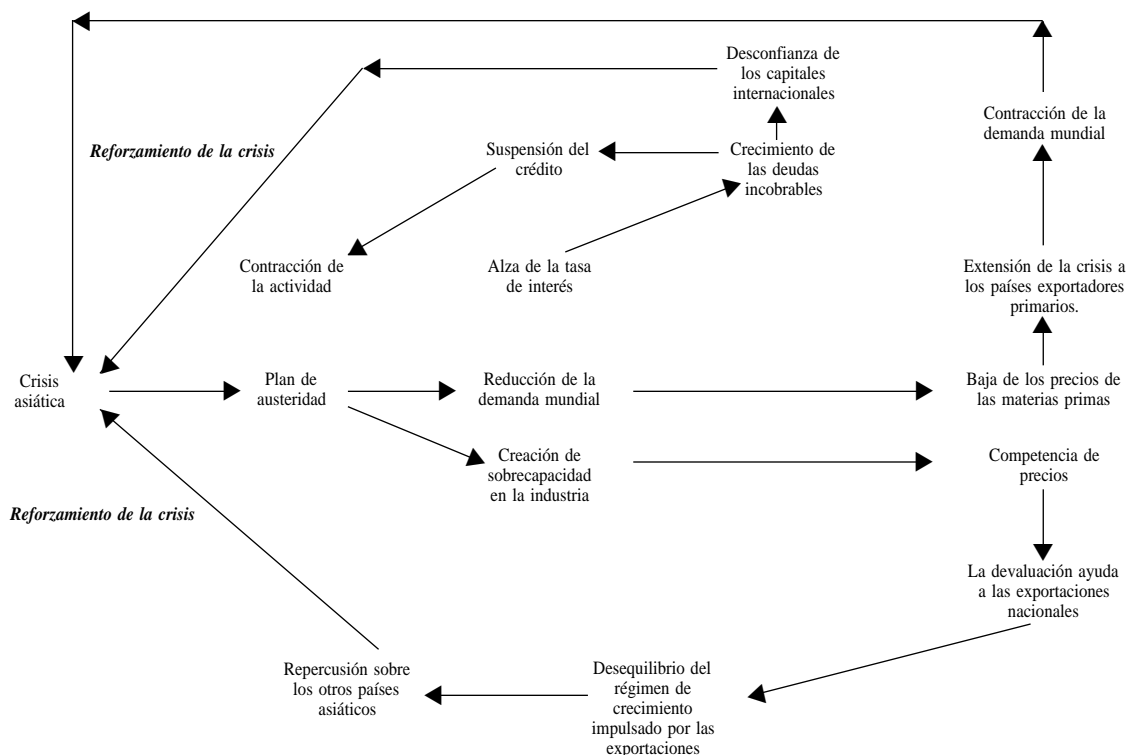
En primer lugar, los países fueron obligados a aceptar un plan de ajuste estructural para conseguir la ayuda del FMI. Esos planes fueron elaborados para países aquejados por importantes déficit fiscales y con una gestión monetaria descuidada y no por la fragilidad

En un plano más general, las finanzas internacionales han dado una gran plasticidad al proceso de acumulación y de consumo a corto y mediano plazo, pero con el riesgo concomitante de alargar la duración de las crisis financiera y económica que suceden al período de arrebato y especulación. El sobreajuste, tanto a la baja como al alza, constituye una característica marcada de los mercados financieros. Aunque es bien sabido que todas las burbujas financieras terminan por reventar, como lo demuestra el notable trabajo de Kindleberger (1978), no es ya raro que desemboquen en una depresión cumulativa y de gran amplitud. El único precedente a la crisis de fines de los años noventa no es sino la gran crisis que se registró entre 1929 y 1932. Sin embargo, la historia económica y financiera enseña que las crisis se suceden pero no se parecen, ya que las reformas institucionales con que se busca superarlas dan vida a nuevas formas de reglamentación, susceptibles a su vez de crear una crisis estructural de nuevo cuño (Boyer y Saillard, (eds.), 1995).

sistémica de su sistema bancario. Siendo así, al influjo de una liberalización acelerada, no aplicaron los mecanismos prudenciales y los organismos de control que han sido necesarios en los países desarrollados para evitar crisis financieras mayores (Williamson y Mahar, 1999; Aglietta, 1995 y 1998). En consecuencia, el alza de las tasas de interés, la contracción del gasto público, las presiones para abrir el mercado interno y la adquisición de empresas nacionales por capitales extranjeros, sin olvidar la suspensión de la legislación del trabajo que protege a los asalariados, constituyen otros tantos factores que, en un primer tiempo, acentuaron la contracción de la actividad en cada país. Esta desfavorable evolución debilitó aún más el sistema bancario y favoreció la acumulación de nuevas deudas incobrables. Es de señalar que los Estados Unidos aplicó la política exactamente contraria en el tercer trimestre de 1998: la baja de la tasa de interés rectora de la banca central atenúa la presión sobre los fondos de cobertura (*hedge funds*), en que una especulación desafortunada hubiera podido desencadenar una crisis sistémica.

GRAFICO 2

¿Por qué la crisis asiática se extendió al resto del mundo y asumió formas diferentes según el país?



En segundo lugar, la mayor parte de los nuevos países industrializados tenía un exceso de capacidad manifiesta cuando estalló la burbuja especulativa (Hochraich, 1999; Godement, 1999). Como los planes de reajuste pretendían reducir la demanda interna, el esfuerzo de las empresas nacionales se volcó al mercado exterior. Al generalizarse ese movimiento, se produjo una baja importante en el precio de exportación, lo que reforzó las presiones de la competencia sobre los demás países y a menudo los empujó a devaluar sus monedas nacionales. Este mecanismo se dio en los países del sudeste asiático, pero estuvo también presente en América Latina. Baste tomar el ejemplo de la industria de los componentes electrónicos o del automóvil para darse cuenta cómo la estrategia de exportación al mercado mundial ha hecho crecer el exceso de capacidad en escala mundial. Este es el mecanismo que transmite la crisis de los países asiáticos a los países más prósperos, tanto de Norteamérica como de Europa. El efecto es favorable en cuanto a controlar la inflación —obsesión de los bancos centrales— pero es más problemático en lo que toca a las utilidades de las transnacionales. Este movimiento repercute en la

inestabilidad de las cotizaciones bursátiles en Wall Street y en la mayoría de los demás mercados. Después de un período de correcciones como secuela de la crisis rusa en agosto de 1998, la mayoría de las transacciones bursátiles vuelven a Wall Street, buscando mejorar la calidad de los activos financieros en cartera (*flight to quality*). Habida cuenta de la incertidumbre en Asia, la lasitud en Japón y la morosidad europea en el primer semestre de 1999, los capitales afluyeron a los Estados Unidos, hecho que dio nuevo impulso a la burbuja especulativa.

Por último, el mercado internacional de materias primas es un buen barómetro de la coyuntura mundial. Como el Asia era la zona de crecimiento más dinámico, el vuelco de la actividad redujo la demanda de petróleo y en general de materias primas. He ahí por qué países tan diferentes como el Canadá, Noruega, Rusia y Venezuela fueron afectados a la postre por el estallido de la crisis financiera asiática, aunque un año después. A su vez, este fenómeno repercutió sobre la evaluación de utilidades y los valores bursátiles de las empresas petroleras y las que manejan los mercados de materias primas. Incluso dentro de los países pro-

ductores de materias primas, la crisis se difractó según modalidades muy específicas: ¿quién podría asimilar la trayectoria de Noruega con la de Rusia o la de Canadá con la de Venezuela? Las formas de reglamentación siguen siendo fundamentalmente nacionales, pero están sometidas a embates que no son de origen exclusivamente interno, sino que crecientemente de índole internacional (Berger y Dore, eds., 1996; Hollingsworth y Boyer, eds., 1997).

Nuevamente se comprueba la diversidad de trayectorias nacionales. Para muestra, basten unos ejemplos.

En Rusia, la financierización desestabiliza el sistema productivo, ya debilitado por la acentuación de las desigualdades y la apertura al comercio internacional, comprendidos los productos más esenciales, como los agrícolas (Sapir, 1996).

En los Estados Unidos, la crisis financiera sólo comenzó a sentirse en octubre de 1998, cuando el colapso de la crisis financiera de mediados de 1997 se hizo sentir en las cuentas de las grandes empresas estadounidenses. Sin embargo, al producirse la recuperación bursátil, el optimismo se recuperó muy rápidamente y alimentó la fe en el nacimiento de una “nueva economía” que se beneficiaría de un crecimiento regular y estaría libre de los peligros tanto de la inflación como de la recesión (*The Economist*, 1999a).

Por su parte, Japón explora, desde 1991, las dificultades de gestión de un sistema bancario liberalizado en el centro de una burbuja especulativa e incapaz, por lo tanto, de resolver por sí mismo el problema de las deudas incobrables. La evolución del tipo de cambio del yen al dólar sigue los vaivenes de la crisis japonesa (McKinnon, 1999). Las inyecciones presupuestarias masivas y una tasa de interés cercana a cero lo gran apenas poner a raya a la recesión, que se interrumpe en el primer trimestre de 1997.

En cierto sentido, los países del sudeste asiático siguen, después de 1997, una trayectoria del mismo tipo, aunque mucho más violenta, ya que sus pautas de regulación interna carecen de los estabilizadores que benefician a la economía japonesa (Godement, 1999). Sin embargo, nuevamente cabe señalar que la evolución en la República de Corea, Tailandia e Indonesia presenta agudos contrastes.

Los países de América Latina son también arrasados por el vendaval, y el desconcierto se apodera de los responsables políticos. Como decía el Ministro de Hacienda mexicano a mediados de 1998: “¿cómo es que México esté ahora en crisis cuando el gobierno se ha ceñido a todas las instrucciones de los organismos internacionales?” Las diferencias en la gestión monetaria de Argentina y Brasil llevan a una fuerte variación en el tipo de cambio, con el peligro consiguiente de desestabilizar el MERCOSUR.

Por último, en Europa el lanzamiento del euro ha permitido estabilizar los tipos de cambio entre los once países participantes —lo que en cierto sentido legitima plenamente la integración monetaria europea—, pero desde enero de 1999 se plantea el problema de apreciación de la viabilidad del euro en los mercados financieros internacionales. Por otro lado, las dificultades de coordinación de las políticas presupuestarias nacionales y los conflictos con respecto a la estrategia del Banco Central Europeo han alimentado la suspicacia de los medios financieros, que se han puesto recelosos del riesgo después de su experiencia reciente. La depreciación del euro con relación al dólar entre enero y agosto de 1999 fue motivada tanto por las diferencias de coyuntura a uno y otro lado del Atlántico, como por las dificultades del parto de una nueva moneda en el contexto de un mercado financiero globalizado (Boyer, 1999a).

## IV

### La financierización sigue siendo muy desigual entre los países

El hecho de que subsista una fuerte diferenciación de trayectorias nacionales sugiere que la globalización no ha logrado conquistar todos los territorios y que, por lo tanto, no se han transformado todas las instituciones económicas internas. Es posible dar dos interpre-

taciones a este desfase entre las innovaciones financieras transnacionales y las instituciones nacionales.

Puede considerarse, por ejemplo, que la amplitud de la crisis de los países asiáticos proviene de su retraso en adoptar las reglas de una economía financiera

plenamente desarrollada. La apertura financiera no fue acompañada de una modernización correspondiente de los instrumentos de gestión del riesgo (Williamson y Mahar, 1999). En consecuencia, los gobiernos deberían seguir, contra viento y marea, importando las reglas y los organismos de control que presiden el régimen financiero en los Estados Unidos o en Gran Bretaña, países tradicionalmente más avanzados en materia de innovaciones y de gestión del riesgo. La cuestión se plantea bien claramente para el Japón. Sin embargo, es evidente que las demás instituciones internas deberán reformarse en forma concomitante, ya que el mantenimiento de una rentabilidad elevada y lo más estable posible, como exigen los fondos de pensiones, por ejemplo, no es en general compatible con la codificación de las relaciones salariales o el estilo de gestión de los Estados Unidos. He ahí por qué en Corea, por ejemplo, se ha vuelto a plantear la cuestión de la flexibilización del trabajo después de que estalló la crisis de 1997.

Digamos, por el contrario, que la crisis financiera no es sino un episodio, tras muchos otros (Kindleberger, 1978), en el curso del cual la especulación trata de traspasar ciertas restricciones económicas y sociales por las que estaba constreñida anteriormente. Pero muy pronto sobreviene una crisis cuya severidad muestra la falta de viabilidad de un régimen totalmente gobernado por las finanzas, con lo que se vuelve a un tema favorito de John Maynard Keynes (1936) y también de Karl Polanyi (1946). En esta segunda interpretación, es necesario disciplinar nuevamente la innovación financiera para que ella responda al imperativo de estabilización de la economía internacional y de regularidad en la acumulación de capitales productivos a escala nacional (Orléan, 1998 y 1999). Y,

a propósito, ¿no es singular que las economías que han llevado adelante el proceso de liberalización en forma prudente (Alemania, India), o incluso aquellos en que el capital productivo ha sido bienvenido pero no así el especulativo (como en Chile antes de 1998) han registrado una evolución mucho más controlada, sin crisis mayores, pese a las turbulencias mundiales?

De hecho, todos los países no se encuentran al borde de un nuevo régimen de acumulación que estaría íntegramente regido por las finanzas (cuadro 1). Sólo los países anglosajones, encabezados por los Estados Unidos, podrían ser candidatos a un régimen de esa especie. En efecto, la riqueza de acciones y títulos es importante en proporción al ingreso disponible y parece desempeñar algún papel en la propensión a un consumo muy elevado, que por sí solo aumenta gradualmente a medida que se desarrollan las colocaciones financieras de los hogares norteamericanos. En septiembre de 1998 la tasa de ahorro se volvió negativa (-0.2%) en los Estados Unidos, porque los hogares financiaron su consumo recurriendo al crédito, situación sin precedentes después de 1959. Por su parte, la Bolsa es un mecanismo esencial de distribución del capital y de control de la dirección de las empresas a través, por ejemplo, de la búsqueda de rendimientos mucho más elevados que en Europa o en Asia. En cambio, Alemania está muy lejos de adquirir las mismas características, lo que explica sin duda las distintas evoluciones observadas de uno y otro lado del Atlántico.

Los otros países europeos, así como el Japón, se encuentran también bastante lejos del modelo de economía financierizada, y esto no es necesariamente un obstáculo como lo muestra la comparación de algunos grandes indicadores del desempeño económico. En

CUADRO 1

**El grado de financierización de la economía norteamericana es excepcional**

País	Estados Unidos	Gran Bretaña	Canadá	Japón	Alemania	Francia
1. Propensión al consumo, 1996	0.95	0.926	0.956	0.869	0.884	0.908
2. Tenencia de acciones y títulos/ingreso disponible, 1997 (%)	145	75	95	30	25	20
3. Ganancias de capital/ingreso disponible (%)	35.5	15	11	-7	7	5
4. Participación de acciones y obligaciones en los activos financieros de los hogares	28.4	52.4	...	25.3	21.3	14.5
5. Tasa del mercado monetario	5.34	7.38	5.20	0.32	3.5	3.46
6. Rendimiento de las obligaciones	6.51	5.59	7.30	1.06	3.97	4.23
7. Rentabilidad de referencia (%)	12-16	12-16	12-16	5	6-7	9

Fuentes: Línea (1), Keizai Koho Center (1998, p. 97). Líneas: (2) y (3) *The Economist* (1998, p. 129). Línea (4): Japan Almanach (1998). Línea (5): *The Economist* (1998, p. 129).

esos países la productividad crece casi al mismo ritmo que en Estados Unidos o en Inglaterra, y las empresas a fines de los años noventa obtuvieron utilidades muy satisfactorias siendo que la distribución de sus ingresos es mucho más igualitaria que en los países altamente financierizados (Boyer, 1999b).

Desde luego que no es evidente que los responsables políticos de Europa y el Japón tuvieran que forzar el ritmo de liberalización financiera para responder a los imperativos de la globalización. Este consejo se dirige frecuentemente al Japón, que debería importar la mayor parte de las instituciones estadounidenses para que el gobierno pudiera superar la grave crisis financiera de los años noventa (Dornbush, 1998). En realidad, *a priori* sería más fácil, más sabio y, por último, igualmente eficaz, reformar en el margen las instituciones heredadas del período de fuerte crecimiento.

Si bien es cierto que la persistencia del gran volumen de cesantía en Europa y su crecimiento en el Japón no dejan de sembrar dudas sobre la viabilidad de las instituciones que rigen las relaciones profesionales y el mercado del trabajo, el balance costo-beneficio no se inclina claramente a favor de un modelo de tipo estadounidense (cuadro 2). Retomando los términos de Richard Freeman (1998): ‘Contrariamente a los conceptos más difundidos, los Estados Unidos no han llegado a una especie de nirvana económico, salvo en los hogares de los más ricos. No es aconsejable para Europa —si es que fuera posible— imitar en bloque el modelo estadounidense’. El ejemplo británico apunta en la misma dirección: la financierización ha profundizado la desigualdad sin tener mayor efecto sobre la eficacia de las empresas (Froud, Haslam, Johal, Leaver, Williams y Williams, 1998).

CUADRO 2

### No hay tal superioridad del capitalismo norteamericano en materia de eficiencia

	Eficiencia de las empresas		Acceso al empleo y duración del trabajo			Repartición de los frutos del crecimiento		Justicia social. Relación entre los salarios masculinos de los deciles 9° y 1°		
	Rentabilidad 1997 (%)	Tasa de crecimiento de la productividad manufacturera 1990-1997 (%)	Duración del trabajo Horas/año 1996	Tasa de credimiento del empleo 1990-1998 (%)	Tasa de cesantía (agosto 1998)	Tasa de crecimiento del consumo 1990-1997 (%)	Amplitud de las transferencias públicas y sociales/PNB (%)	1979	1995	Tasa de cambio anual (%)
<b>Países convertidos al liberalismo</b>										
Estados Unidos	...	3.2	1 986	1.3	4.6	2.4	32.0	3.18	4.35	+ 2.7
Gran Bretaña	10.4	3.9	1 926	0	6.3	1.8	39.7	2.45	3.31	+ 2.0
<b>Países de fuerte tradición pública</b>										
Alemania	14.5	2.7	1 517	- 0.6	10.7	1.8	47.7	2.38	2.25	- 1.3
Francia	15.9	2.8	1 679	0.1	11.8	1.2	54.1	3.39	3.43	+ 0.2
<b>Países mesocorporativistas</b>										
Japón	12.8 (1)	2.2 (2)	1 993 (3)	0.6 (4)	4.3 (5)	2.0 (6)	35.2 (7)	2.59 (8)	2.77 (9)	+ 1.2 (10)

Fuentes: Columnas (1), (2), (4), (5), (7): OCDE, 1998 (cálculos efectuados a partir del anexo estadístico). Columna (3): Japan Almanach (1999, p. 107). Columnas (8), (9), (10): Richard Freeman (1998, p. 44).



## V

## Las grandes crisis financieras se suceden unas a otras, pero no se asemejan entre sí

Esta interpretación tiene importantes consecuencias para comprender la crisis que irrumpió en 1997 y se difundió al resto del mundo, agravándose en el tercer trimestre de 1998. El espectro de una reaparición de los encadenamientos catastróficos observados de 1929 a 1932 pesa de nuevo sobre la comunidad financiera y los organismos internacionales. Una comparación, punto por punto, a la luz de la teoría de la regulación (Aglietta, 1976; Boyer y Saillard, eds., 1995) es útil para afinar las conclusiones (cuadro 3).

A cierto nivel de abstracción, no faltan las analogías entre 1929 y 1998. En primer lugar, terminaron por estallar una serie de burbujas especulativas, primero en Japón en 1990, luego en los países del sudeste asiático en 1997 y por último en los Estados Unidos en el tercer trimestre de 1998. Cabe señalar, sin embargo, que el encadenamiento de las crisis no es el mismo que en los años treinta: en esa época fue la economía estadounidense la primera en sufrir el colapso de la crisis financiera que luego se extendió a las demás economías desarrolladas y después a la periferia. En los años noventa se dio la secuencia inversa, como consecuencia directa del desarrollo de los mercados emergentes que trasladó la inestabilidad del centro hacia la periferia. Por lo demás, dispositivos de control prudencial, más desarrollados y mejor establecidos en América del Norte, frenaron la velocidad de propagación de la crisis ligada al estallido de la burbuja financiera en Asia. Paradójicamente, esta desigual madurez financiera volvió a lanzar las corrientes financieras hacia Wall Street, a partir de fines de 1998 y comienzos de 1999. No obstante, el debilitamiento de la relación rendimiento/riesgo y el hecho de que el rendimiento financiero tiende a ser superior al rendimiento propiamente económico, hacen dudar de la viabilidad a largo plazo de la trayectoria que ha seguido la economía estadounidense después de 1991 (Artus y Debonneuil, 1999).

En segundo lugar, el régimen de acumulación presenta ciertas similitudes. Se caracteriza en muchos países por una tasa de utilidad muy elevada en comparación con los años ochenta, pero la demanda es insuficiente para sostener ese nivel de rentabilidad a largo plazo. Por lo tanto el peligro está más bien en

una crisis de realización que en una de valorización. Siendo una excepción los Estados Unidos, los demás países de la OCDE en 1997 se encontraban en su mayor parte en una situación que no hacía sino recordar la que había caracterizado el estallido de la crisis de 1929 en los Estados Unidos. La existencia de capacidad excedentaria fue reforzada por la caída de la demanda de los países asiáticos. Hasta ahora los Estados Unidos han sido los “compradores de última instancia”, pero un vuelco coyuntural en ese país no dejaría de revelar la amplitud de los desequilibrios acumulados en escala mundial (Brenner, 1998). Una segunda paradoja estriba en que la mayoría de los países desarrollados todavía tienen un régimen de crecimiento arrastrado por el consumo interno (Bowles y Boyer, 1995), mientras que la casi totalidad de los gobiernos deciden sus políticas en la hipótesis de que el crecimiento está condicionado por las utilidades y la competitividad. Este error de diagnóstico estaba ya presente en los años treinta.

Como tercera analogía, puede señalarse que el sistema financiero internacional empuja hacia los reajustes a la baja, ya que obliga a los países que tienen un déficit externo a adoptar planes de austeridad, mientras que los países excedentarios no tienen incentivos o no pueden, como el Japón, reactivar sus economías, ya que la fragilidad financiera de los bancos generaliza una actitud partidaria de esperar los acontecimientos en lo que toca a la inversión y al consumo. Aún más, los reajustes en materia de finanzas pueden ser brutales y rápidos mientras que los de la actividad económica y la especialización siguen siendo mucho más lentos. Esta gran lección de la *Teoría General* mantiene su pleno sentido en esta era de la moneda electrónica y de las finanzas globalizadas. En 1929 también la rapidez de difusión de la crisis financiera tuvo un papel determinante en la amplitud de la depresión y la contracción de la actividad económica.

Por último, incluso en una época que se dice estar caracterizada por la globalización, no existe un sistema de regulación supranacional que asegure la viabilidad de una serie de regímenes de crecimiento nacional regidos por las finanzas. Si bien es cierto que

CUADRO 3

## De una crisis financiera a una crisis estructural: comparación entre 1929 y 1998

	1929	1998
<b>Naturaleza del régimen de acumulación</b>		
Estados Unidos	Intensivo, sin consumo masivo	Extensivo, con diferenciación del consumo
Otros países industrializados	Intensivo, sin consumo masivo	Moderadamente intensivo, gobernado por la competitividad
Países no industrializados		Dependiente del capital extranjero y las exportaciones
<b>Jerarquía de las formas institucionales</b>		
	Dinamismo de las finanzas	Las finanzas globalizadas controlan a las empresas y los gobiernos
	Ola de concentración	Ola de concentración, en respuesta a las exigencias de los mercados financieros
	Una relación salarial en gran parte competitiva	Erosión del poder de negociación de los asalariados
	Se supone que el Estado no es intervencionista	El endeudamiento del Estado limita la autonomía de las políticas económicas
	Orden internacional multipolar	Los Estados Unidos con poder hegemónico, pero el mundo es multipolar
<b>Fuentes de la crisis</b>		
Estados Unidos	Exceso de utilidades con relación a la demanda efectiva.	La especulación alimenta el consumo y disimula el desequilibrio del régimen de acumulación
	Especulación en los mercados financieros	Las utilidades exigidas por las finanzas no son compatibles con la tasa de utilidad a largo plazo.
Otros países industrializados (Francia, por ejemplo)	Exceso de utilidades con relación a la demanda efectiva	Los desequilibrios del régimen de acumulación se vierten sobre los mercados externos (sobrecapacidad, búsqueda de un excedente comercial)
		Transmisión de las crisis financieras a la economía nacional
Países de industrialización reciente		Divorcio entre el tiempo de las finanzas (atracción de capitales) y el tiempo de la producción (generación de un excedente comercial)
		Los planes de reajuste del FMI agravan los desequilibrios.
<b>Coyuntura</b>		
Mundial	Baja de precio de las materias primas	Caída de los precios de las materias primas
	Rápido desplazamiento de los capitales	Inestabilidad de los movimientos de capital
Estadounidense	Optimismo de los responsables: "Una nueva era"	Una nueva economía de crecimiento permanente
	Sobrevaluación de los mercados bursátiles	Sobrevaluación de los mercados bursátiles.
	Evolución más errática de las cotizaciones	Gran inestabilidad de las cotizaciones
	Banco Central no intervencionista	Banco Central consciente del riesgo de un derrumbe sistémico.
	Agotamiento del crecimiento ante la crisis bursátil	Continuación del dinamismo del crecimiento, pero tensiones sobre las utilidades
Japonesa		Deflación de los activos desde 1992, deflación desde 1997
		Contracción del crédito por efecto de las deudas incobrables y de la incertidumbre

organismos internacionales como el FMI y el Banco de Pagos Internacionales se encargan de prevenir las crisis financieras, no lo es menos que no tienen los medios ni financieros ni políticos para intervenir cuando se produce un colapso en serie, por un efecto de dominó, que desemboca en una crisis de mayor envergadura que podría agotar sus recursos y medios de intervención. La recapitalización del FMI decidida a fines de octubre de 1998 (Camdessus, 1998) y las orientaciones impartidas por el Grupo de los Siete grandes países industrializados (G7) dan fe de la toma de conciencia sobre el peligro que representa la inestabilidad financiera para la cohesión del sistema mundial, sin que por ello los instrumentos con que cuentan los organismos internacionales se hayan perfeccionado a la altura de los peligros que amenazan con la recurrencia de las fases de especulación. En efecto, el hecho de que el FMI haya acordado al Brasil una línea de crédito por 41 mil millones de dólares (FMI, 1998a) destinado a prevenir los movimientos especulativos, no ha impedido la brutal devaluación del real después de la elección presidencial brasileña.

Así pues, aparte los rasgos comunes entre 1929 y 1998, un análisis más preciso de los modos de regulación y de las estrategias perseguidas por los gobiernos, revela notables diferencias.

En las economías de antigua industrialización, la sociedad asalariada sigue imponiendo el modo de regulación a través de una red cerrada de instituciones interdependientes. La relativa inercia de los ajustes del empleo, la contratación y la negociación colectiva de la remuneración, la existencia de un salario mínimo, la amplitud y diversidad de la cobertura de previsión social, la existencia de una indemnización por cesantía, todas ellas son características de una relación laboral que impide en muchos países, sobre todo europeos, el desplome del consumo y, por ende, de la actividad económica. Este es uno de los estabilizadores ocultos, que, después del primer choque petrolero, ha evitado la repetición de episodios catastróficos en el período entre guerras. Pero, al contrario, esta estabilidad institucional puede impedir la transformación del modo de reglamentación y el nacimiento de un régimen de desarrollo más adaptado a las limitaciones tanto internas como internacionales.

Una segunda diferencia con respecto a los años treinta es que los países de la periferia eran antes proveedores principalmente de materias primas y productos semielaborados para las economías industrializadas, mientras que ahora la participación de los países del

sudeste asiático y de algunos países de América Latina se da principalmente en manufacturas que entran en competencia con la producción de los países de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE). Por este hecho, el exceso de capacidad en términos de manufacturas no se manifiesta ya en los Estados Unidos ni en Europa, sino en escala internacional en los nuevos países industrializados, comprendida entre ellos la China, que desde 1978 se abrió camino muy rápidamente en el proceso de industrialización y de inserción en el mercado internacional. Por este motivo la crisis de sobreproducción es mucho más difícil de manejar puesto que afecta a países diferentes: es una fuente potencial de conflictos económicos internacionales, lo que no simplifica la búsqueda de una solución positiva a las dificultades actuales. Se produce así un juego peligroso, potencialmente de suma cero, que tiende a reemplazar el juego de suma positiva y creciente del pasado.

La experiencia de los encadenamientos catastróficos de los años treinta (crisis financiera —devaluación competitiva— repliegue proteccionista —auge del nacionalismo— conflicto mundial) continúa influyendo poderosamente sobre los dirigentes políticos y económicos de los años noventa, aunque por cierto pocos entre ellos vivieron esos episodios. Así, a mediados del año 1998, el presidente de los Estados Unidos, el presidente del *Federal Reserve Board*, los altos ejecutivos del Banco Mundial y del FMI, y los ministros de hacienda del G7, declararon todos su intención de evitar que la crisis financiera degenerara en una depresión económica. He aquí por qué las grandes crisis financieras son recurrentes, pero no se parecen necesariamente entre sí.

Este es el mensaje central de la teoría de la reglamentación: las grandes crisis se suceden pero no se repiten jamás en forma idéntica, pues es propio del capitalismo evolucionar en espiral, sin pasar nunca dos veces por la misma configuración (Boyer, 1999b). En efecto, ese sistema económico favorece la innovación permanente, y las crisis y los conflictos dan origen a un reajuste de las formas institucionales marcadas así por una fuerte historicidad y una notable irreversibilidad. Cada crisis estructural tiende a ser original, sin un entrelazamiento exacto entre causas y mecanismos de transmisión. Esto representa un desafío para las teorías contemporáneas de inspiración neoclásica que postulan, por el contrario, la invariabilidad en el tiempo y el espacio de los factores determinantes del equilibrio macroeconómico.

# VI

## Disciplinar las finanzas: ¿un *New Deal* para el siglo XXI?

No todo es para mejor en el mejor de los mundos. Después de estallar la crisis asiática en 1997 se trizó la fe en la capacidad de autoequilibrio del mercado financiero; la crisis rusa de 1998 no hizo sino acentuar la desconfianza en este concepto eminentemente optimista. A este respecto, es significativo que la prensa haya traído a colación el concepto de un nuevo *New Deal*, centrado en el problema de la deuda (*Business Week*, 1998, p. 60). La proposición es interesante en más de un aspecto.

En primer lugar, proviene de las grandes empresas industriales al comprobar que la ampliación de las finanzas globalizadas concebida para facilitar sus operaciones y elevar su rentabilidad en los hechos puede resultarles perjudicial. En efecto, crea una inestabilidad del mercado de productos y propaga las fases de contracción del crédito bancario que repercuten tanto sobre el consumo como sobre la inversión. El mensaje ya había sido subrayado en los primeros trabajos sobre la especulación: si un dejo de especulación puede estabilizar los mercados de productos, su generalización a las finanzas da origen a inestabilidades mayores (Kaldor, 1940). Frente a una incertidumbre creciente, los comportamientos miméticos se generalizan, lo que tiende a acentuar la probabilidad y la amplitud de burbujas financieras (Aglietta y Orléan, eds., 1998). Por último, pero de igual importancia, la globalización financiera crea una gran incertidumbre con respecto a la evolución de los tipos de cambio, e incluso sobre la orientación de las políticas económicas nacionales y, por lo tanto, sobre el crecimiento económico. La cronología de la liberalización y la globalización financieras trae a la mente la imagen del aprendiz de brujo abrumado por sus propias creaciones.

En segundo lugar, la selección del término *New Deal* es esclarecedora porque contrasta con el significado que éste tenía para los Estados Unidos después del derrumbe económico de 1929. En esa época la actividad financiera y bancaria había sido fuertemente controlada otra vez; por ejemplo, la legislación prohibía que los bancos de depósito tuvieran actividad en materia de acciones y títulos, justamente para evitar las fuentes de fragilidad sistémica que se volvieron a manifestar en los años noventa. Por lo tanto, la nueva

coyuntura se relacionaba principalmente con la condición de los asalariados a quienes se reconocía una serie de derechos en oposición a la lógica del mercado puro: salario mínimo, derecho al retiro, a la educación, derecho a participar en los frutos de la actividad económica, etc. Por el contrario, en los años noventa los periodistas de *Business Week* abogaban a favor del equivalente de un plan Brady. Como recordamos, este plan había convertido las deudas públicas latinoamericanas en títulos negociables en los mercados financieros. En 1998 esta propuesta se amplió a la reabsorción de las deudas impagas privadas en poder de la banca. Así pues, ese nuevo *New Deal* se refería a un arreglo institucional entre el capital bancario y el capital financiero, lo que ilustra muy claramente el lugar que habían llegado a ocupar las finanzas, tanto en los Estados Unidos como en los países de industrialización reciente. Incidentalmente ese plan confirma que los errores de gestión no son privativos ni de los gobiernos, ni de América Latina, sino que también golpean a los bancos y las empresas privadas y que pueden afectar a la mayoría de los países asiáticos, pero no a todos, como muestra el ejemplo de Taiwán. Hace algunos años esos países todavía se consideraban como poseedores de una especial virtud (Banco Mundial, 1993), con riesgo de subestimar las debilidades estructurales que, sin embargo, estaban presentes desde hacía mucho tiempo en economías como las de la República de Corea o Indonesia (Hochraich, 1999; Gode-ment, 1999).

En esas proposiciones, sin embargo, se olvida completamente de que si no hay nuevos compromisos nacionales que establezcan la demanda interna, las economías más duramente afectadas por la crisis financiera no lograrán volver a tomar el ritmo de crecimiento. En efecto, es importante no resolver el problema de la sobreproducción con una sobreoferta de baja de precios a la exportación, sino que hay que buscar los medios de retomar el crecimiento gracias al dinamismo de la demanda interna y el establecimiento de las infraestructuras necesarias para el desarrollo a largo plazo. En esta materia hay muchas necesidades en Asia, en América Latina y aún más en Rusia, en que un tercio de la población se mantiene por debajo del umbral de la pobreza, proporción que no ha dejado de crecer desde

1995. A este respecto la principal crítica que se puede dirigir a los planes del FMI para los países asiáticos es precisamente el haber agravado la contracción de la demanda interna en vez de haberla estimulado, lo contrario de la política económica llevada adelante en los países de la OCDE (baja de las tasas de interés a corto plazo y a largo plazo, alza del gasto público). Aún más,

se está generalizando el convencimiento de que todas las economías nacionales deben basar su crecimiento económico en el mejoramiento de su competitividad, es decir, que debe adoptarse un régimen liderado por las exportaciones. El error sería tanto más perjudicial ya que supondría que los Estados Unidos asumiría el papel "de consumidor de última instancia".

## VII

### Los caminos abiertos al porvenir: múltiples opciones políticas

Tomando al pie de la letra la proposición de un nuevo *New Deal*, es, por lo tanto, esencial que los gobiernos amplíen la gama de opciones que se les presentan y adopten una estrategia que se ajuste mejor a la diversidad de coaliciones políticas, a la especificidad de la especialización y a la inserción internacional. En definitiva habrá tantas estrategias como tipos de trayectoria característicos de la sociedad en cuestión, cuyos modos de reglamentación seguirán siendo muy distintos (Amable, Barré y Boyer, 1997). Es auspicioso que las proposiciones más diversas se hayan multiplicado desde mediados de 1998 (gráfico 3). Por el contrario, preocupa que el dinamismo inesperado de la economía estadounidense hasta mediados de 1999, la interrupción de la recesión en Japón, y el clima de tranquilidad en Europa hayan contribuido a postergar la aplicación de estas proposiciones.

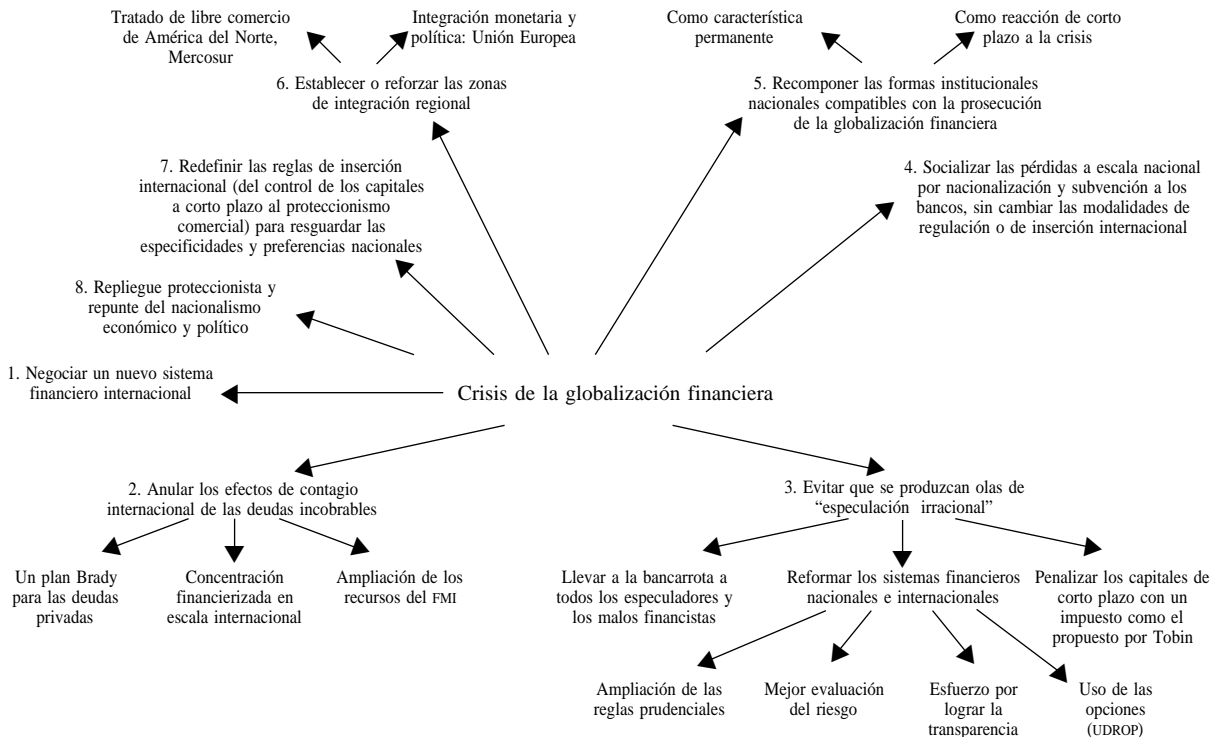
La primera estrategia, propuesta por el Primer Ministro de Gran Bretaña, Tony Blair, es negociar un nuevo sistema internacional. Esta propuesta es apoyada por los economistas y los expertos de inspiración keynesiana que proponen una nueva arquitectura internacional (FMI, 1998 a; CAE, 1999 a y b). Lo que debió haber sido una prioridad en la agenda de los responsables políticos desde 1971, luego de las dos crisis petroleras, y de la liberalización política, logró al fin ponerse de actualidad. Pero para ello fue necesario esperar hasta comprobar los efectos nocivos de la especulación de los años noventa, cuando ya la crisis bursátil de 1987 debió haber dado la señal de alerta tanto a los analistas como a los políticos. La dificultad estriba ahora en el contenido de la reforma, ya que los distintos países tienen intereses diferentes, por no decir contradictorios, según sean, por ejemplo, deudo-

res o acreedores, que detengan una proporción significativa de la intermediación financiera internacional o no, etc. El precedente de Bretton Woods sugiere la preponderancia de los factores políticos y geopolíticos, ya que pese al talento de John Maynard Keynes terminó por imponerse el plan estadounidense. He aquí lo que parece asegurar una prima a las iniciativas de Washington y a Nueva York, que se encuentran en el corazón del proceso de globalización financiera. Y es el beneficio económico de Estados Unidos tanto como su hegemonía diplomática los que se han reforzado en el curso del último decenio.

Contener el contagio de las deudas incobrables es una segunda opción. En cierto sentido, esto parece más fácil de realizar porque implica menos oposición política. La idea de un plan Brady, retomada por *Business Week*, es lógica hasta cierto punto ya que pretende hacer pagar los costos del reajuste a los bancos e instituciones financieras que han acumulado esas deudas impagas, aliviando así la carga de la hacienda pública y de los contribuyentes, en general poco capaces de privatizar los beneficios y socializar las pérdidas. No obstante, cabría también imaginarse un movimiento de concentración por fusión de los grandes establecimientos bancarios o financieros en escala internacional. Ese movimiento se observa ya en los Estados Unidos y en el Japón, pero podría desbordar las fronteras y delinear así nuevas alianzas internacionales. Por último, aparece como prioritaria la idea de ampliar los fondos a disposición del FMI para resolver, o mejor dicho prevenir, las crisis financieras internacionales (Camdessus, 1998), y ello incluso tras representaciones parlamentarias poco favorables al gasto público por lo importante que parece el riesgo de que se produzca una cri-

GRAFICO 3

### Cómo sobrellevar la crisis de la globalización financiera: un panorama de las estrategias disponibles para los gobiernos



sis financiera sistémica al terminar el decenio de 1990. Además, los bancos centrales independientes deben aprender a administrar su interdependencia ahora que la globalización financiera aumenta el riesgo de la inestabilidad (Aglietta y Cartelier, 1998).

Evitar que en el futuro se reproduzcan los vendavales de "especulación irracional", como decía en 1997 Alan Greenspan cuando trataba de contener el desborde de Wall Street, es la tercera estrategia, que tiene manifestaciones que dependen de las diversas modalidades de acción y que resultan muy diferentes a la poste.

La tradición conservadora, apoyándose en la teoría del riesgo moral, aconseja llevar a la bancarrota a todos los especuladores incapaces de reembolsar sus deudas y a los banqueros que han cometido demasiados errores. En efecto, en la seguridad de que en el futuro las autoridades públicas no vendrán a socorrerlos, los financistas se inclinarán por evaluar precavidamente los riesgos de tal manera que la próxima burbuja especulativa será más moderada o abortada en su inicio. Esto es muy cierto ¿pero en la espera qué hacer si las deudas incobrables son tan numerosas que

ponen en peligro la credibilidad misma del conjunto del sistema financiero?

Una solución más moderada consiste en reforzar las reglas prudenciales de supervisión extendiéndolas por ejemplo a los fondos de cobertura o incluso elevar el monto de los seguros sobre los depósitos (Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, 1998). Sin embargo, la experiencia muestra que tales medidas no han sido totalmente eficaces en los años recientes. En efecto, la naturaleza del riesgo se desplaza en función del sistema de protección que se establece, en lo que para algunos radica la explicación de la gravedad de la crisis financiera asiática: los especuladores están muy al tanto de las intervenciones anteriores del FMI a fin de ajustar su estrategia. El seguro desplaza e incluso puede aumentar el riesgo.

De ahí emerge la idea de reformar también los procedimientos de evaluación del riesgo en los bancos y diversas instituciones financieras. Las autoridades públicas en ese caso tienen la función de asegurar la certificación y la puesta en práctica de esos procedimientos. No hay duda alguna que ha mejorado la solidez de los sistemas financieros. No obstante, el

ejemplo del cuasi fracaso de *Long Term Capital Management* (un fondo de cobertura estadounidense) muestra que el asesoramiento más experto en materia del cálculo del valor de opciones, impartido por dos titulares del premio Nobel obtenido precisamente por la teoría de esos valores, no es una panacea (Croff, 1999). En efecto, cuando las oportunidades del mercado son explotadas en forma óptima, sus propiedades globales cambian o pueden verse afectadas por transformaciones sin precedente (Rohatyn, 1999; Artus y Debonneuil, 1999).

Una solución más ambiciosa y mucho más radical fue propuesta en 1978 por James Tobin: gravar los capitales de corto plazo a una tasa muy moderada pero que actúe en forma cumulativa al penalizar la especulación y volver así a darle atractivo a la inversión a largo plazo. La coyuntura de los años noventa ha vuelto a abrir el debate sobre esta reforma (Haq, Kaul y Grunberg, eds., 1996). Tradicionalmente se objeta esta proposición señalando que existirán siempre paraísos fiscales hacia donde convergerán los capitales, aun suponiendo que los grandes países industrializados se hubiesen puesto de acuerdo sobre un impuesto de esta especie. En respuesta, cabe señalar que el ejemplo chileno enseña que unilateralmente un país puede aplicar fuertes penalidades a los capitales especulativos hasta el punto de prohibirles el acceso al ámbito interno: si bien es cierto que a corto plazo las corrientes internacionales se alejan del país, cuando éste muestra un proceso de fuerte crecimiento con altas tasas de utilidad, el capital productivo vuelve. Los modelos teóricos hacen pensar que es beneficioso para una economía nacional moderar la rapidez de los movimientos de capitales a corto plazo, porque las pérdidas en lo inmediato son compensadas con creces por las ganancias a plazos mediano y largo. De hecho, la estabilidad del proceso de formación de capitales, la movilización de efectos de aprendizaje y la reducción de la incertidumbre se conjugan para generar un crecimiento más regular y, en último término, más fuerte. (Eliasson, 1984).

En una época dominada enteramente por la apreciación de la credibilidad de las políticas económicas por los mercados financieros, a muchos analistas les parecía mucho más razonable propender a la transparencia de los movimientos de capital (Davanne, 1998). Al hacer fondo común de las estadísticas disponibles en tiempo real, las autoridades multinacionales, ayudadas por los gobiernos, podrían diagnosticar precozmente la aparición de crisis de liquidez y evitar que desembocaran en crisis sistémicas. La hipótesis es que

los agentes racionales tendrán plenamente en cuenta esas informaciones y evitarán los comportamientos miméticos que precipitan las crisis financieras. De nuevo, la historia financiera hace dudar de la eficacia de este remedio (Kindleberger, 1978): la sofisticación de las informaciones con que cuentan los agentes de los mercados financieros no ha impedido en el pasado la repetición de crisis financieras severas. Además la teoría moderna de los mercados financieros sostiene que no es en modo alguno irracional especular y que pueden surgir burbujas racionales con la hipótesis de la transparencia (Orléan, 1999). Una medida de esa especie no es inútil, muy por el contrario, pero no basta por sí sola.

Otros expertos han propuesto sanear las crisis de liquidez con la creación de mercados de opciones, que podrían evitar que un problema de liquidez, transitorio y accidental se transformara en una crisis financiera macroeconómica mayor. Toda deuda denominada en moneda extranjera debiera estar ligada a una opción, utilizable a discreción del acreedor, a fin de postergar la deuda de tres a seis meses a condición de pagar una multa. Es el sistema propuesto por Buitier y Sibert (1999) de una opción universal de renovación de la deuda con una multa (UDROP). El interés de esta medida está en que no necesita fondos públicos, a diferencia de las intervenciones del FMI o de los bancos centrales nacionales, y que sana los males del mercado ampliando sus propios mecanismos, tendencia que se inscribe muy bien en la evolución de fines del decenio de 1990. Desgraciadamente, cuando la crisis de liquidez se propaga y profundiza por el impacto del mimetismo, los grandes desequilibrios financieros seguirán necesitando las intervenciones públicas, de manera que esta medida debe ajustarse a la panoplia de dispositivos descritos anteriormente pero no podría reemplazarlos.

Socializar las pérdidas a través del presupuesto fiscal se presenta como la cuarta opción para superar la acumulación de deudas impagas heredadas de los años noventa. El argumento esgrimido sostiene que por encima de cierto umbral los errores de gestión y de previsión de los agentes privados pueden comprometer la viabilidad del sistema de pagos en su totalidad, y con ello la cohesión de la economía interna. No es pues una aberración que la solidaridad nacional permita, gracias a los impuestos, volver a instaurar la dinámica del crédito, de la inversión y del consumo. El ejemplo del Japón muestra que esas medidas no son populares en absoluto, por lo que suponen un gobierno suficientemente fuerte o una crisis a tal punto

devastadora que disipa la reticencia del ciudadano común a compensar financieramente a algunos ricos especuladores por los errores que han cometido. Sin embargo, la mayoría de los gobiernos, ya sean conservadores o socialdemócratas, norteamericanos o escandinavos, han debido recurrir a este método para evitar el riesgo de un colapso del conjunto del sistema bancario y financiero. Con todo, no deja de tener validez el argumento del peligro moral cuando es la única medida que adoptan los gobiernos: seguros de que no se les dejará caer en bancarota, bancos y financistas se lanzarán de nuevo a las delicias de las burbujas especulativas.

Una quinta solución es recomponer las instituciones nacionales para adaptarlas a las exigencias de la internacionalización de las finanzas. Esta es una solución propuesta por los analistas que consideran (¡todavía!) que la globalización es un fenómeno irreversible y que una vez terminado el período de turbulencia, la dinámica de los mercados emergentes retomará su ritmo ascendente. En consecuencia, desde ya habría que reformar la estructura fiscalizadora, mejorar la calidad de las infraestructuras públicas, eliminar todas las rigideces de las relaciones industriales, favoreciendo en todos los aspectos y siempre, un reajuste rápido a la conjuntura imprevisible que desata la generalización del "juego de azar", como lo ha mostrado el curso de las finanzas modernas recientemente. La globalización no tiene nada de irreversible (Boyer, 1997 a y b) y es muy probable que ocurra un cambio de orientación en el proceso de internacionalización para tomar en cuenta los límites que se advirtieron en los años noventa (Epstein, 1996; Helleiner, 1996). Más aún, hay que recordar el argumento de Karl Polanyi (1946): las sociedades corren a la bancarota si las relaciones comerciales penetran en la institución central que es la moneda, y si ellas quieren dominar completamente el funcionamiento y la lógica de la reproducción antropomórfica de las generaciones (Aglietta y Orléan, eds., 1998). Por su parte, la *Teoría General* desde hace mucho ha demostrado que resulta inútil pretender una vuelta al pleno empleo cuando el salario es igualmente flexible que las cotizaciones bursátiles. En fin y sobre todo, los análisis regulacionistas sugieren que la solidez del compromiso capital/trabajo original y el encuadramiento estricto de las finanzas son los que permitieron el crecimiento tan acelerado y regular después de la segunda guerra mundial (Boyer, 1999 b). Desde luego, más allá de las apariencias y de la relativa debilidad de las organizaciones de defensa de los salarios, están a la orden del día las negociaciones de

un verdadero nuevo *New Deal* entre las empresas y los asalariados. Y ello no sólo para responder a las necesidades de reajuste a corto plazo, sino como característica permanente de un estilo de desarrollo que considere también la dinámica de las necesidades sociales en el seno de cada sociedad y no solamente su capacidad de competencia en la exportación.

Otra opción que se plantea a los responsables de los Estados es la de establecer zonas de integración regional. En efecto, se observa que el comercio tiende a densificarse en el interior de los tres polos de la tríada: el fenómeno es muy claro en Europa, se observa también en América del Norte con el Tratado de Libre Comercio de América del Norte, movimiento más tardío y más frágil, que se extiende a América Latina con la creación del Mercosur y otros pactos comerciales. Pero no es más que un fenómeno embrionario para los países asiáticos, lo que acentúa la gravedad de su crisis. En efecto, todos esos países deben buscar una salida fuera de Asia, lo que impulsa una espiral depresiva al interior de su zona. Por el contrario, el establecimiento del euro tuvo un apoyo inesperado al estallar las crisis financieras de 1997 y 1998: se vio que las divisas incluidas en el euro permanecían estables mientras que las monedas independientes sufrían variaciones notables de su tipo de cambio. Es en estos espacios (Europa, América del Norte) que las instituciones supranacionales, no necesariamente mundiales, pueden probar de disciplinar las finanzas y organizar la competencia a fin de maximizar los efectos favorables para la zona en su conjunto. Al respecto, la integración política puede resultar más eficaz que el establecimiento de una simple zona de libre intercambio, como lo sugiere la comparación entre las trayectorias de Europa y el sudeste asiático en los años noventa. Además, las tensiones registradas en 1999 en el Mercosur sugieren que una zona de libre comercio supone una coordinación de las políticas monetarias y cambiarias, lo que exige la conjunción de una parte de la soberanía nacional. Un movimiento que ha demorado casi medio siglo en Europa (Boyer, 1998) no puede concretarse en el tiempo que exigen las finanzas globalizadas contemporáneas. Es una dificultad importante, de orden político y no sólo económico y financiero, que se opone al establecimiento de zonas de integración regionales (Frémeaux, 1998).

Los Estados siempre tienen ante sí la opción de redefinir las reglas de inserción internacional. Algunos gobiernos pueden considerar, con justa razón, que son las finanzas las que han desestabilizado las formas de organización nacionales y que han precipitado las crisis. Deseando, con todo, insertarse en la división in-



ternacional del trabajo, que constituye un estímulo para la innovación y para el mejoramiento de los métodos de producción y del nivel de vida, los países pueden limitar más o menos radicalmente la circulación de los capitales financieros, o al menos imponer reglas precisas para su admisión. Este movimiento sería en cierto modo lo contrario del acuerdo sobre inversiones multinacionales (MIA), que estuvo en vías de negociación bajo los auspicios de la OCDE pero que fue bloqueado por una fuerte oposición. Las medidas adoptadas por Malasia muestran que el proceso de internacionalización puede sufrir retrocesos por efecto de las grandes crisis que hacen dudar de la forma anterior de inserción internacional. Si la crisis financiera se agravara, ese tipo de estrategia podría tener otros seguidores, mal que les pese a los partidarios de la superioridad del libre comercio integral. Por otro lado, la evolución observada desde 1997 a 1999 no muestra para

nada que venga la catástrofe anunciada por países como Malasia, que procuraron liberarse de los movimientos de capitales a corto plazo.

Organizar un repliegue proteccionista, aunque fuera a costa de un renacer del nacionalismo, y no sólo económico, sería la última opción que algunos gobiernos podrían sentirse tentados de explorar, de no haber podido llevar adelante con éxito ninguna de las estrategias anteriores. El ejemplo del período entre las dos guerras mundiales muestra que algunos acontecimientos, suficientemente dramáticos, pueden volver a poner sobre el tapete esta estrategia, aunque en un análisis *ex post facto* ella acarrearía males peores que los de unas finanzas internacionales desbocadas. A la luz de estos problemas, las turbulencias políticas y económicas observadas desde agosto de 1998 hacen pensar que uno de los primeros candidatos que podría inclinarse por esta trayectoria sería Rusia.

## VIII

### Conclusiones

Estaba de moda, al comenzar el decenio de 1990, prever el fin de la historia, so pretexto de haber cesado el enfrentamiento entre regímenes sociales y políticos antagónicos: el capitalismo por un lado y el comunismo por el otro. Pero con ello se olvidaba la extraordinaria capacidad de innovación del propio capitalismo y más aún de las finanzas. En un solo decenio, la internacionalización y la financierización han cambiado al mundo y han modificado radicalmente la situación del capitalismo. La agenda política se encuentra totalmente transformada. La tarea de las autoridades es doble. En primer lugar y sobre todo, han de domesticar de nuevo las finanzas y el mercado, que deben convertirse en medios para asegurar el bienestar de las sociedades y no establecerse como fines últimos. Además, hay que remozar los compromisos internacionales, a fin de que emerjan regímenes de crecimiento que no hagan de la exportación a todo trance el resorte

último de la dinámica económica y social para cada país.

Es cierto que el pujante crecimiento estadounidense, el borboteo de la economía japonesa y el establecimiento del euro han dado motivo de renovado optimismo: muchos analistas consideran que el recobrado dinamismo económico permitirá evitar, sin grandes reformas, el retorno de la inestabilidad financiera pasada. Sin embargo, los desequilibrios que aparecieron en los años noventa están siempre presentes y podrían manifestarse, por ejemplo, si entrara en recesión la economía de los Estados Unidos. Esa será la verdadera piedra de toque de la realidad, por una parte la "Nueva Economía" y por la otra la viabilidad de la actual configuración internacional.

Un verdadero *New Deal* es y será la orden del día.

(Traducido del francés)

## Bibliografía

- Aglietta, M. (1976): *Régulation et crises du capitalisme: l'expérience des Etats-Unis*, París, Calmann-Lévy.
- \_\_\_\_\_ (1995): *Macroéconomie financière*, París, Collection Reperes, La Découverte.
- \_\_\_\_\_ (1998): La maîtrise du risque systémique international, *Économie internationale* N° 76, París, La Documentation française.
- Aglietta, M., A. Brender y V. Coudert (1990): *Globalisation financière: l'aventure obligée*, París, Économica.
- Aglietta, M. y J. Cartelier (1998): Ordre monétaire des économies de marché, M. Aglietta y A. Orléan (eds.), *La monnaie souveraine*, París, Éditions Odile Jacob.
- Aglietta, M. y A. Orléan, eds. (1998): *La monnaie souveraine*, París, Éditions Odile Jacob.
- Amable, B., R. Barré y R. Boyer (1997): *Les systèmes d'innovation à l'ère de la globalisation*, París, Économica/Observatoire des Sciences et des Techniques (OST).
- Artus, P. y M. Debonneuil (1999): *Crises, recherches de rendement et comportements financiers*, Conseil d'Analyse Economique, N° 18, París, La Documentation Française.
- Banco Mundial (1993): *The East Asian Miracle; Economic Growth on Public Policy*, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1999): *Global Development Finance*, World Bank, Washington D.C.
- Berger, S. y R. Dore (eds.) (1996): *National Diversity and Global Capitalism*, Nueva York, Cornell University Press.
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (1995): Hacia una economía menos volátil, *Progreso económico y social en América Latina. Informe 1995*, Washington D.C., octubre.
- \_\_\_\_\_ (1997): *Latin America after a Decade of Reforms*, Washington D.C., septiembre.
- Bowles, S. y R. Boyer (1995): Wages, aggregate demand, and employment in an open economy: An empirical investigation, G. A. Epstein y H. M. Gintis (eds.), *Macroeconomic Policy after the conservative Era. Studies in Investment, Savings and Finance*, Cambridge, Massachusetts, Cambridge University Press.
- Boyer, R. (1997): La globalización: mitos y realidades, E. Gutiérrez Garza y J. M. Infante (coords.), *El debate nacional. Tomo I: México en el siglo XXI*, México, D.F., Universidad Autónoma de Nuevo León/Diana.
- \_\_\_\_\_ (1998): *An Essay on the Political and Institutional Deficits of the Euro. The Unanticipated Fallout of the European Monetary Union*, Couverture Orange CEPREMAP, N° 9813, París, Centro de Estudios Prospectivos de Economía Matemática Aplicada a la Planificación, agosto.
- \_\_\_\_\_ (1999a): Le gouvernement de la zone Euro, *Rapport pour le Commissariat Général du Plan*, París, La Documentation française.
- \_\_\_\_\_ (1999b): The diversity and future of capitalism. A 'regulationist analysis', G. Hodgson y N. Yokokawa (eds.), *Capitalism in Evolution*, Londres, Edward Elgar, por publicarse.
- Boyer, R. e Y. Saillard (eds.) (1995): *Théorie de la régulation: L'état des savoirs*, París, La Découverte.
- Brenner, R. (1998): The economics of global turbulence. A special report on the world economy, 1950-98, *New Left Review*, N° 229, Londres, New Left Limited.
- Buiter, W. y A. Sibert (1999): A small contribution to the new international financial architecture, resumido en *The Economist*, Londres, 1 de mayo.
- Business Week* (1998): A new deal on global debt, Nueva York, The McGraw-Hill Companies, 7 de septiembre.
- Camdessus, M. (1998): *Allocution devant le World Affairs Council*, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 6 de noviembre.
- CAE (Conseil d'Analyse Économique) (1999a): Réforme du système monétaire international: le point de vue de Fred Bergsten, Lettre du CAE, N°1, París.
- \_\_\_\_\_ (1999b): Architecture de système financier international, *Lettre du CAE.*, N°5, París.
- Comité de Basilea de Supervisión Bancaria (1998): Report of the Basle Committee on Banking Supervision, Basilea.
- Contamin, R. y C. Lacu (1998): Origines et dynamiques de la crise asiatique, *L'Année de la Régulation 1998*, vol. 2, París, La Découverte.
- Croff, D. (1999): Global supervision, financial stability and risk control: a banker's view, *Quarterly Review*, N° 29, Roma, Banca Nazionale del Lavoro, junio.
- Davanne, O. (1998): *Instabilité du système financier international*, Conseil d'Analyse Économique, N° 14, París, La Documentation française.
- Dornbush, R. A. (1998): The Japanese crisis and the bureaucrats, *Far Eastern Economic Review*, Hong Kong, 26 de febrero.
- Economie Internationale* (1998): *Les crises en Asie*, N° 76, París, La Documentation française.
- Eliasson, G. (1984): Micro heterogeneity of firms and the stability of industrial growth, *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol.5, N° 3-4, Amsterdam, Países Bajos, North-Holland Publishing Company.
- Epstein, G. (1996): International capital mobility and the scope for national economic management, R. Boyer y D. Drache (eds.), *States Against Markets*, Londres, Routledge.
- FMI/ (Fondo Monetario Internacional) (1998a): Le Brésil et le FMI annoncent le succès de leurs négociations, *FMI Bulletin*, vol. 27, N° 21, Washington, D.C., 23 de noviembre.
- \_\_\_\_\_ (1998b): Report of the Managing Director to the Interim Committee on Strengthening the Architecture of the International Monetary System, Washington, D.C., 1 de octubre, mimeo.
- Freeman, R. (1998): Le modèle économique américain à l'épreuve de la comparaison, *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, N° 124, París, Diffusion Le Seuil, septembre.
- Frémeaux, P. (1998): *Sortir du piège. La gauche face à la mondialisation*, París, Syros.
- Froud, J., C. Haslam, S., Johal, A. Leaver, J. Williams y K. Williams (1998): *Accumulation Based on Inequality: A Keynesian Analysis of Investment for Shareholder Value*, Manchester University, julio.
- Godement, F. (1999): *The Downsizing of Asia*, Londres, Routledge.
- Haq M. ul, I. Kaul e I. Grunberg (eds.) (1996): *The Tobin Tax. Coping with Financial Volatility*, Oxford, Reino Unido, Oxford University Press.
- Helleiner, E. (1996): Post globalization: Is the financial liberalization trend likely to be reversed?, R. Boyer y D. Drache (eds.), *States against Markets*, Londres, Routledge.
- Hochraich, D. (1999): *L'Asie, du miracle à la crise*, París, Complexe.
- Hollingsworth, R. y R. Boyer (eds.) (1997): *Contemporary Capitalism: The Embeddedness of Institutions*, Cambridge, Massachusetts, Cambridge University Press.
- Japan Almanach 1998 (1998): Tokyo, Asahi Shimbun Publishing Company.
- \_\_\_\_\_ 1999 (1999): Tokyo, Asahi Shimbun Publishing Company.
- Kaldor, N. (1940): Spéculation et stabilité économique, *Revue française d'économie*, vol. 2, N° 3, París, Gauthier-Villars, mayo.
- Keizai Koho Center (1998): *Japan: An International Comparison*, Tokyo.
- Keynes, J. (1936): *La théorie générale*, París, Payot.
- Kindleberger, C.P. (1978): *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, Basic Books.

- Lafay, G., M. Freudenberg, C. Herzog y D. Ünal-Kesenci (1999): *Nations et mondialisation*, París, Économica.
- McKinnon, R. (1999): Wading in the yen trap, *The Economist*, Londres, 24 al 30 de julio.
- OCDE (Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos) (1998): *Perspectives économiques*, París, junio.
- \_\_\_\_\_ (1998): *Financial Market Trends*, N° 70, París, junio.
- Orléan, A. (1998): La monnaie autoréférentielle: réflexions sur les évolutions monétaires contemporaines, M. Aglietta y A. Orléan (eds.), *La monnaie souveraine*, París, Éditions Odile Jacob.
- \_\_\_\_\_ (1999): *Le pouvoir de la finance*, París, Éditions Odile Jacob.
- Polanyi, K. (1946): *The Great Transformation*. París, Gallimard.
- Rohatyn F. (1999): Sortir de la crise financière, *Risques*, N° 37, París, LGDJ, enero-marzo.
- Sapir, J. (1996): *Le chaos russe*, París, La découverte.
- \_\_\_\_\_ (1998): *Le krach russe*, París, La Découverte.
- The Economist* (1998): Financial indicators, Londres, 19 al 25 de septiembre.
- \_\_\_\_\_ (1999a): Global finance: Time for a redesign?, Londres, 30 de enero al 5 de febrero.
- \_\_\_\_\_ (1999b): The New Economy: Work in progress, Londres, 24 al 30 de julio.
- Tobin, J. (1978): A proposal for international monetary reform, *Eastern Economic Journal*, N° 4, julio-octubre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1998): *Informe sobre comercio y desarrollo 1998*, Nueva York.
- Williamson, M. y M. Mahar (1999): *A survey of financial liberalization*, Essays in International Finance, N° 211, Princeton, New Jersey, Princeton University.