



Para ver aviso legal de clic en el siguiente Hipervínculo
(NECESITA CONEXIÓN A INTERNET)

<http://cijulenlinea.ucr.ac.cr/condicion.htm>

INFORME DE INVESTIGACIÓN CIJUL

TEMA: REGULACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL

SUMARIO:

1. EL SISTEMA ECONÓMICO INTERNACIONAL
2. EL ORDEN JURÍDICO DE LOS ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES
3. EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL
 - a. HISTORIA
 - i. EL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL DESPUÉS DE LA SEGUNDA GUERRA MUNCIAL
 - ii. LA DÉCADA DEL 70
 - iii. LA DÉCADA DEL 80
 - iv. EL SISTEMA MONETARIO Y FINANCIERO INTERNACIONAL EN 1990
 - b. EL FMI COMO ORGANISMO ESPECIALIZADO DE LA ONU
 - c. EL DERECHO MONETARIO INTERNACIONAL
4. LA GLOBALIZACIÓN DEL CAPITAL FINANCIERO
5. CONCLUSIÓN CRÍTICA SOBRE EL FMI

RESUMEN: Se presenta una exposición sobre lo que es el sistema económico internacional, el orden jurídico de los organismos financieros internacionales para llegar al tema del Fondo Monetario Internacional. Luego de hacer una breve exposición de la historia, se desarrolla el tema del FMI como organismo especializado de la ONU dentro del marco del derecho monetario internacional. Aunado a lo anterior se habla de la globalización del capital financiero para finalizar haciendo una conclusión crítica sobre el FMI en relación a la eficacia de los acuerdos con el Estado costarricense.



DESARROLLO:

1. EL SISTEMA ECONÓMICO INTERNACIONAL

"El objeto de nuestro estudio es la regulación del sistema comercial, monetario y financiero internacional.

La expresión, comúnmente empleada con diversos significados, pretende ser vastamente comprensiva de los distintos elementos y comportamientos que efectivamente se interrelacionan -de manera directa e inmediata o bien indirectamente o con intervalos- y constituyen un sistema.

Partiendo de este enfoque, se retendrá como definición preliminar del sistema comercial, y financiero internacional, un conjunto complejo, multifuncional y dinámico integrado por:

- a) Actores, de diversa naturaleza;
- b) La interrelaciones entre dichos actores que configuran la materia de las relaciones monetarias y financieras internacionales;
- c) Los acontecimientos, actos, antecedentes y productos que son, la condición o bien el efecto de esa interrelación;
- d) La normas que gobiernan la interrelación"¹

2. EL ORDEN JURÍDICO DE LOS ORGANISMOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

"El derecho de las organizaciones internacionales es, hoy en día, una realidad. En este campo, el orden jurídico de los organismos financieros internacionales ha cobrado especial interés dado que sus actuaciones tienen repercusiones directas en el ámbito económico nacional e internacional.

Dentro de este tipo de órdenes jurídicos destaca el Derecho Monetario Internacional, que es el conjunto de normas jurídicas que regulan el funcionamiento del Fondo Monetario Internacional e indirectamente del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento.

A partir de 1944, estas dos organizaciones creadas en Bretón Woods, New Hasphire, Estados Unidos y llamadas "las gemelas de Bretón woods", han jugado un papel fundamental en la configuración del mundo de la postguerra. La reconstrucción, la liberación de pagos,



de las restricciones en comercio internacional y la mantención de regímenes cambiarios ordenados, han sido entre otros, los objetivos de estas instituciones."²

3. EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

a. HISTORIA

"El 27 de diciembre de 1945 entró en vigor el Convenio Constitutivo del FMI, un tratado multilateral que sentaba las bases de un organismo financiero internacional que se creaba con el propósito de fomentar el comercio internacional y ordenar las relaciones monetarias internacionales. En este último punto se consideraba al Fondo como la institución rectora del derecho monetario internacional y a la legislación que rige este organismo como el "Código" de esa parte del Derecho internacional Público. Es así, como la mayoría de los tratadistas del Derecho Monetario Internacional coinciden en que:

"Antes de aprobarse el Convenio Constitutivo del Fondo no existía un derecho monetario internacional, ya sea consuetudinario o convencional"

(...)

A partir de 1879 la economía internacional, por diversos motivos comenzó a circular alrededor del patrón oro ya que éste inspiraba seguridad y garantía en las transacciones internacionales.

No todos los países de la época se acogieron a este sistema, y en el caso de los países que no estaban sujetos a él, los residentes efectuaban los pagos internacionales en monedas convertibles (generalmente dólares o libras esterlinas), que podían adquirir local o internacionalmente en los mercados cambiarios.

(...)

... el patrón oro no suministró un sistema seguro de reglas para la política económica de un país. Mediante este sistema se pretendía establecer un orden en las relaciones cambiarias y comerciales entre los Estados, se creía que durante su vigencia se llegaría al ansiado orden económico internacional. Sin embargo, durante su vigencia el mundo experimentó crisis financieras como la de 1883, 1893, 1904 y 1907."³

(...)

"La primera guerra mundial produjo que la mayoría de las naciones involucradas en el conflicto bélico abandonaran el patrón oro



clásico. Las relaciones monetarias y comerciales entre los países cayeron en un notable deterioro y los mercados internacionales se atrofiaron. Los movimientos internacionales de oro fueron sujetos a un control legal excesivo por parte de los gobiernos, con el propósito de que el oro no se acumulara en países neutrales y esos pudieran controlar posteriormente la oferta aurífera. Así, Estados Unidos llegó a acumular tanto oro, que en 1928, cuando la mayoría de los países volvieron al patrón, poseían aproximadamente el 37% de las reservas mundiales del metal.

El fin de la guerra trajo consigo enormes tasas de inflación en las economías de los países de la postguerra. El desorden económico internacional que imperaba produjo que las autoridades monetarias de los diferentes Estados plantearan como un objetivo básico de la política internacional el regreso al patrón oro.

(...)

A pesar del optimismo que originó en diversos sectores nacionales e internacionales (por ej. Los banqueros) el regreso al patrón oro, se puede decir, que la iniciativa "nació muerta" puesto que se reestructuraron los montos de convertibilidad que existían antes de la guerra (\$4.86=1 libra esterlina)

Esto significó, que los países que poseían superávit antes de 1914 lo iban a mantener, y los que tenían déficit iban a seguir igual. De manera, esta situación iba a provocar a corto plazo, lo que se quería evitar: la devaluación competitiva.

Este factor, la excesiva porción de oro en manos de Estados Unidos y la crisis financiera de 1929 provocaron, en 1931, la segunda caída del patrón oro."⁴

[A continuación se expone lo que fue el sistema monetario y financiero internacional después de la Segunda Guerra Mundial según **DI GIOVAN Ileana**. Derecho Internacional Económico y relaciones económicas internacionales. Buenos Aires-Argentina. Editorial Abeledo Perrot.]⁵

A. El sistema monetario y financiero internacional después de la Segunda Guerra Mundial.

1. Los acuerdos de Bretton Woods.

Los acuerdos de *Bretton Woods* han constituido el marco jurídico e institucional del sistema monetario internacional durante varias décadas después de la Segunda Guerra Mundial.

Respondieron a la voluntad de organizar jurídicamente las



relaciones comerciales y monetarias internacionales conforme a los principios, ideas dominantes e intereses permanentes y coyunturales de los países vencedores de la contienda, Estados Unidos y Gran Bretaña (en ese orden de potencia).

La organización debía concretarse a través de un marco jurídico –un conjunto de normas de fondo y de procedimientos– y una institución para ponerlas en práctica y vigilar su aplicación. Ellos fueron los acuerdos de *Bretton Woods* y el Fondo Monetario Internacional. También se crearon en esa ocasión el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento –hoy Banco Mundial– y la Organización del Comercio Internacional, abortada y sustituida luego más modestamente por el Acuerdo General sobre Comercio y Aranceles (GATT), conjunto de normas aduaneras y conductas comerciales.

El sistema de *Bretton Woods* (los acuerdos más los organismos resultantes) fue, en consecuencia, una creación de Estados Unidos y de Gran Bretaña.

El rol de Estados Unidos, cuya hegemonía no compartida es el rasgo fundamental que surge después de la Segunda Guerra Mundial y caracteriza las relaciones internacionales del período inmediatamente posterior, imprimió su sello al sistema.

Gran Bretaña, aun viviendo sobre la experiencia y el prestigio que le conferían el haber sido la potencia financiera y comercial directriz, hegemónica e indiscutida desde fin del siglo xix hasta la Primera Guerra Mundial, y contando con un brillante teorizador en la persona de Keynes, sólo desempeñó un segundo rol en la configuración del sistema.

La posición norteamericana fue establecida por el Departamento del Tesoro, el cual predominó sobre el Departamento de Estado y la Reserva Federal, órganos concurrentes en la fijación de política financiera internacional.

Con él predominó también el rol de "acreedor" de Estados Unidos en la redacción de las cláusulas. Dicho país empezó a poner en práctica en esta ocasión su táctica de invocar, en todo momento la referencia a una dudosa o imposible ratificación por el Congreso, para rechazar o desalentar cualquier propuesta contraria a sus intereses.

Los Estados Unidos tomaron conciencia, que después de la guerra, ellos serían el país más poderoso y otras naciones tomaron también



conciencia de ello. En consecuencia, los Estados Unidos se esforzaron en dar al Sistema Monetario Internacional de posguerra la forma que les parecía más deseable y que, es natural correspondía a la manera en que ellos veían su propio interés.

El gobierno americano preveía, entonces, que los Estados Unidos serían un país acreedor por un tiempo indefinido" destaca K. Dam, quien cita el testimonio de H. D. White del 19 de abril de 1945 ante la Comisión de Banca y Moneda del Congreso de Estados Unidos.

Roy Harrod (británico) por su parte dice: "Yo pensaba en esa época que los Estados Unidos serían el único país acreedor del mundo y que todos los otros serían deudores de él y consideraba que sería un mal enfoque de la cuestión, ver los créditos como limosnas. El sistema sería perfectamente recíproco. Un país que sería acreedor durante un cierto número de años podría convertirse en deudor más tarde; así razonaba yo.

Los norteamericanos eran entonces totalmente escépticos en cuanto a la segunda eventualidad: ellos tendían a responder con una sonrisa.

La posición estaba encarnada en Harry Dexter White, funcionario oficial del Tesoro que logró imponer sus convicciones e iniciativas técnicas en el seno de su propio ministerio.

Un conflicto de posiciones no desdeñable fue, por ejemplo, la divergencia de punto de partida de Keynes y White sobre el rol principal de las instituciones a crearse, vinculada a la posición de cada uno de ellos sobre el rol del gobierno en materia de política económica. Así, para Keynes, un acuerdo monetario internacional no era un fin en sí mismo sino una limitación potencial ante el riesgo de desborde de políticas económicas expansionistas, así como el control de cambios, sobre todo sobre las transacciones afectando la corriente de capitales, no era un mal necesario sino un mecanismo deseable y permanente.

La posición del Tesoro en Estados Unidos, y la mayoría del Congreso seguramente, no concordaban con tales puntos de vista, aunque la administración Roosevelt había hecho un importante camino hacia el intervencionismo.

El Plan Keynes. El plan Keynes, en su versión de proposición oficial del gobierno británico, publicado en abril de 1943, presentaba algunas ideas muy interesantes para los países en desarrollo:



1) El principio del adelanto en descubierto, principio fundamental de la banca en un sistema cerrado. En efecto, "las concepciones de Keynes estaban fundadas sobre la necesidad, para su país, de solucionar una situación delicada en materia de pagos externos; ellas presentan igualmente ciertos aspectos particularmente innovadores, cuyo interés se puso de manifiesto en el momento del comienzo de los trabajos sobre la reforma del sistema monetario internacional, veinte años más tarde". .. "Se trataba de prever procedimientos de otorgamiento de créditos a los países confrontados a dificultades resultantes de una insuficiencia de liquidez".

Con tales fines, la creación de una Unión Internacional de Compensación, encargada de acordar, asistencia financiera pero también investida de la facultad de emitir moneda según las necesidades reales y comentarios del comercio mundial, era preconizada por Keynes.

2) Otorgamiento a un país deficitario de un derecho automático o semiautomático de retirar medios de pago internacional o unidades financieras –denominadas "*Bancor*" en el plan– dentro de un límite previamente fijado.

Las características de esta unidad, denominada "*Bancor*" presentaba evidentes semejanzas con los Derechos Especiales de Giro (DEGs) instituidos posteriormente en 1967, en la Conferencia de Río de Janeiro; "se trataba de crear, no sólo una unidad de cuenta, sino también un verdadero instrumento de pago internacional".

Además, la definición de un mecanismo automático de ajuste de paridades, de créditos y de deudas que los Estados podrían consentirse para equilibrar su balance de pagos, presente en el plan Keynes, constituye hoy una de las cuestiones más actuales del sistema monetario internacional.

3) Responsabilidad del ajuste compartida por el país deficitario y el país excedentario.

Keynes pensaba que el régimen de índices de cambio planteaba ciertos problemas fundamentales con relación a la responsabilidad del ajuste. En el sistema del patrón oro, aun durante la entreguerra, se suponía simplemente que el país deficitario soportaba o debía soportar el peso del ajuste de su economía interna con el fin de hacer posible su pertenencia al régimen de paridades existente. Esta idea era ampliamente aceptada, aun cuando ya la concepción clásica del patrón oro antes de 1914 era que éste



funcionaba no sólo provocando recesiones en los países deficitarios sino también, gracias al efecto expansionista de las entradas de oro, inflación en los países excedentarios. Así, Keynes opinaba que una "parte de la responsabilidad del ajuste incumbe al país acreedor tanto como al deudor". Para ello, proponía gravar los saldos acreedores en *bancors* y no sólo los saldos deudores. La obligación de pagar un impuesto sobre los saldos acreedores, incitaría a los países excedentarios a eliminar sus excedentes de pagos con vistas a evitar impuestos más pesados sobre sus incrementos de activos en *bancors*.

Estas reflexiones no influyeron entonces los debates relativos al sistema monetario internacional. La "noción de la responsabilidad del ajuste" así como el problema político del peso relativo del ajuste que deben soportar los países excedentarios y deficitarios recién constituyó el tema central de las negociaciones en 1970, luego que comenzó el "derrumbe" de *Bretton Woods*. (Ver: Horsefield, Lord Kahn, *Historical origins of the International Monetary System, in Keynes and International Monetary Relations* A. F. Thirlwall 1976).

El Plan White. El Fondo de Estabilización: en abril de 1942, White formuló una propuesta de crear un "Fondo de Estabilización" cuyo primer objetivo era la estabilización de los índices de cambio. Esta fue la base de la posición oficial norteamericana publicada el 10 de julio de 1943, y el verdadero embrión del Fondo Monetario Internacional.

Si bien este Fondo debía servir para sostener las paridades existentes, la cláusula introducida por Keynes previendo los ajustes quasi automáticos por variación de índices de cambio "brillaba por su ausencia".

En efecto, los norteamericanos tenían conciencia de poseer la divisa más fuerte de la posguerra, y pretendían mantener esta situación, así como se conocían sus enormes reservas de oro y su vocación de principal aportante a la nueva institución, y deseaban limitar sus responsabilidades.

De ambiciones más moderadas, tanto por sus diferencias conceptuales con Keynes como por prudencia ante el imperativo de la aceptación por el Congreso norteamericano, White proponía:

-Una unidad de cuenta (*unitas*) que, a diferencia del *bancor* de Keynes implicaba la creación de un instrumento de pago, a partir de una escritura contable "que permitía adquirir divisas en



contrapartida.

–Dotar al Fondo de una capacidad de otorgamiento de crédito reducida y, por supuesto, no otorgamiento semiautomático de créditos en descubierto.

–Monto global de las suscripciones de 5.000 millones de dólares (suponiendo un aporte norteamericano de 3.200 millones de dólares) muy inferior al esquema de Keynes que preveía un capital de 30.000 millones de dólares.

–Ausencia de cláusulas disponiendo que parte del peso de los reajustes se atribuyera a los países excedentarios (considerando que los Estados Unidos esperaban ser "durablemente excedentarios", Dam, *op. cit.*, pág. 116).

–Finalmente, la óptica de un país acreedor de la economía mundial – como se perfilaba ya Estados Unidos– inducía a White a proponer que los controles de capitales fueran "reducidos" y que se "evitara" la instauración de nuevos controles de movimiento de capitales a fin de "alentar la circulación de capitales productivos", actitud que contrastaba con el entusiasmo de Keynes por el control de capitales.

Y así, la libertad de cambios se concretó en uno de los principios pilares del Fondo Monetario Internacional y del sistema monetario de *Bretton Woods*.

La confrontación, las negociaciones, el resultado. El plan Keynes, más completo y audaz, no predominó porque:

- 1) La hegemonía política residía ya en Estados Unidos (no más en Gran Bretaña);
- 2) El plan era demasiado complejo y difícil de asimilar (inclusive para el Congreso de la primera potencia mundial, Estados Unidos);
- 3) La audacia en sus concepciones de creación de liquidez internacional, su mecanismo de carácter quasi-automático de giro, su concepto de la corresponsabilidad en el ajuste por parte de países excedentarios y deficitarios, su pretensión de substraer las reglas del sistema monetario internacional a las políticas internas nacionales y el carácter de marcada supranacionalidad del órgano a crearse.

El plan de White apuntaba más bien a facilitar el control de la consolidación de la situación creada al final de la Segunda Guerra Mundial que favorecía a Estados Unidos a través de una estrecha cooperación entre naciones. (Léase entre las naciones que realmente pesaban en la configuración del Sistema Monetario Internacional).

Junto al plan White y al plan Keynes, existió un plan francés



(mucho más modesto en sus objetivos y extensión) y un plan canadiense (con varios puntos en común con el White). Pero estos dos no prosperaron y las discusiones giraron en torno a las dos grandes propuestas: la de Estados Unidos y la de Gran Bretaña. Fue la primera la que quedó (publicada en julio de 1943 bajo el título: "*Anteproyecto preliminar de una propuesta de fondo internacional de estabilización*" como documento de base de negociación, sobre el cual trabajaron –y discutieron– los expertos británicos y norteamericanos con la presencia de Keynes y White en Washington en septiembre y octubre de 1943. Su resultado fue un proyecto de declaración de principios remitida a las capitales de todos los países en abril de 1944.

Vale la pena sintetizar el curso de las reuniones y conferencias en que se concretaron los acuerdos, con los elementos que contamos, a pesar de la poca información históricamente explicativa de las posiciones y opiniones sustentadas o de los debates que rodearon la creación del Fondo.

Publicada la declaración de expertos, Estados Unidos y Gran Bretaña se pusieron a organizar una conferencia internacional, que debía tener lugar en Atlantic City en junio de 1944 y sería preparatoria de la *Conferencia de Bretton Woods*, prevista para julio de ese mismo año.

Para preparar la opinión internacional y coadyuvar al éxito de la Conferencia, Estados Unidos publicó un folleto didáctico titulado "*Pregunte y respuestas sobre el FMI*", que se explayaba sobre principios, funcionamiento y características del organismo propuesto.

La *Conferencia de Atlantic City* no publicó las actas de sus actividades pero produjo un texto negociado por las delegaciones en base a la Declaración de expertos más algunas enmiendas, que fue el documento de base de *Bretton Woods*, bajo el título ya de "*Proyecto preliminar de estatuto para la creación de un Fondo Monetario Internacional*".

Y ya entonces vemos que los estatutos del FMI, su institución original son los Acuerdos de *Bretton Woods*.

La *Conferencia de Bretton Woods* sí publicó actas (*Bretton Woods Proceedings*), pero no son demasiado ilustrativas salvo para demostrar que:

a) la mayor parte de las cláusulas importantes fueron redactadas



por la delegación norteamericana; los demás adhirieron.

b) la parte substancial y más controvertida fue elaborada por esa delegación al final de la Conferencia. Obsérvese que ésta es una táctica muy frecuente: gran cantidad de reglas controvertidas, resistidas, logran imponerse bajo la presión del último minuto y ante la amenaza de un eventual "fracaso de la conferencia".

c) la aceleración final inclusive desbordó a la delegación británica y van Dormael relata que: "De hecho, Keynes mismo, jefe de la delegación británica, no había leído una disposición esencial antes de firmar el acta final, torpeza que casi lleva al gobierno británico a rehusar la ratificación".

2. *Los principios básicos del-sistema.*

Los acuerdos de *Bretton Woods* establecieron ciertos principios básicos que conformaron el sistema monetario y financiero internacional posterior a la Segunda Guerra Mundial.

Puede considerarse, de manera simplificada, que los mismos prevalecieron hasta fines de la década de 1960.

Estos principios son:

Igualdad entre los países miembros y uniformidad en el tratamiento. Los estatutos del FMI no previeron una clasificación de los países en categorías distintas ni prescribieron derechos u obligaciones diferentes, en base a criterios tales como ingreso *per capita* o grado de desarrollo económico. No hay mención a los países en vías de desarrollo o "retrasados" o "retardatarios" según la terminología de la época. (*FMI-Proceedings*).

Los únicos criterios definidos y que constituyen la base del sistema de asistencia financiera del Fondo se organizan en torno de la situación del balance de pagos de un país. Si un país sufre un desequilibrio en su balance de pagos, tiene derecho a la asistencia del Fondo. Esta será modulada en función de las diferentes causas del desequilibrio, según si el mismo fuera transitorio, permanente o recurrente y la profundidad de las medidas necesarias para su restablecimiento.

b) *Estabilidad de las paridades monetarias entre los miembros.*

Una de las lecciones del período transcurrido entre las dos guerras mundiales había resultado el perjuicio que había afectado en diferentes ocasiones a distintos países, derivado de las paridades flotantes y de las "devaluaciones competitivas".



Esta última política de disminuir el valor de cambio de la propia moneda para aumentar las exportaciones, haciéndolas más competitivas y, simétricamente, alentar una disminución de las importaciones, era fuertemente criticada por los Estados Unidos, cuya moneda era la más fuerte al terminar el, conflicto bélico.

En cambio Keynes, el representante de Gran Bretaña, preocupado porque anticipaba un período de debilidad y de necesidades sucesivas de devaluación para la libra, prefería una formulación atenuada del principio.

Los estatutos del FMI consagraron este principio estipulando que "ningún miembro propondrá modificaciones en la paridad de su moneda, salvo con vistas a remediar un desequilibrio fundamental".

Nótese cómo la noción de desequilibrio fundamental de balance de pagos es el núcleo central del sistema del Fondo.

Este concepto nunca fue definido ni interpretado oficialmente por el Fondo. Fue dejado "deliberadamente en la ambigüedad" (Joseph Gold), pero se mantuvo inclusive a través de las sucesivas reformas de los estatutos y constituye el antecedente esencial de diversas instituciones y mecanismos del organismo.

Existe, al respecto, una definición del Banco de Ajustes Internacionales: "un desequilibrio tal que es imposible de eliminar por todo otro método que no sea una modificación de paridad, debe ser considerado como fundamental".

c) *Libertad de cambios.*

Junto con la estabilidad de las relaciones monetarias mundiales se procuraba la liberalización de las mismas. Estados Unidos deseaba la erradicación total de los controles de cambios y propiciaba el desmantelamiento de los existentes. Logró imponer la exigencia de un acuerdo previo del Fondo para establecer nuevas restricciones.

Sin perjuicio de ello, se admitió la facultad de los países miembros de aplicar ese tipo de medidas de control de cambios o restricción de transferencias en cuanto fueran "necesarias para reglamentar los movimientos internacionales de capital". "Pero ellas no deberán ser aplicadas para limitar los pagos de operaciones corrientes ni demorar excesivamente las transferencias de fondos efectuadas en pagos de obligaciones", (art. VI, Sección 3, original - Estatutos del FMI).



El artículo XIX.i. aclara que "por pago de operaciones corrientes debe entenderse los que no son hechos con vistas a transferir capitales". En la práctica son todos los que integran la Balanza de Transacciones Corrientes: pago de mercaderías, servicios, intereses, dividendos, *royalties*, etcétera.

El artículo XIV, por su parte, otorga una salvaguardia o cláusula de escape al permitir, a los países que ya aplicaban restricciones, el mantenerlas "adaptándolas" a las nuevas directivas de los estatutos, así 'como a todos los miembros en general se acuerda la posibilidad de "prevalerse de arreglos transitorios".

Estos principios son los parámetros de la actividad principal del FMI como regulador de la liquidez internacional.

3. *La aplicación de los acuerdos de Bretton Woods -1944-1970.*

La estabilidad de paridades y la libertad de cambios fueron objetivos principales del sistema monetario internacional durante las dos décadas siguientes.

Si bien en ningún momento se mencionaba al dólar en los Estatutos del FMI como moneda central o activo de reserva, ése fue su rol desde entonces. El régimen de "patrón de cambio-oro" no fue sino el reflejo de esa realidad, pues a él se reportaba el valor de todas las normas y el dólar era directamente convertible en oro.

"Así, defendiendo el tipo de cambio de su moneda con relación al dólar, los países dispensaban a Estados Unidos de vigilar el tipo de cambio del dólar con las demás monedas. La única obligación, para los norteamericanos, consistía en defender la paridad del dólar respecto al oro, de U\$S 35 por onza, en ese entonces". (Michele Banon. *"Bretton Woods: le système monétaire International des années d'essor économique: 1944-1973"* París-Económica, 1985).

Es así que en este período, el sistema monetario internacional se apoyó en la solidez y la estabilidad con crecimiento de la economía norteamericana, sus excedentes constantes en transacciones corrientes y sus reservas de oro.

Y la alimentación de la liquidez internacional reposaba en su balance de pagos: todo déficit norteamericano aseguraba una inyección de liquidez en la economía mundial, a través de un endeudamiento en dólares por parte de Estados Unidos, produciendo un efecto expansivo e inflacionario en la economía norteamericana e introduciendo un elemento de fragilidad en el orden monetario



internacional.

Estados Unidos dejó escapar la inflación y que se acumularan saldos en dólares considerables fuera de sus fronteras: en 1964 se comprobó que el monto de activos líquidos en dólares detentados fuera de los Estados Unidos era equivalente al valor en dólares del total de las existencias de oro almacenadas en Fort Knox. En 1969 se crearon los Derechos Especiales de Giro (DEGs) que constituirían, en adelante, el principal instrumento de reserva del sistema.

B. La Década del 70.

1. *Las crisis monetarias.*

La década del 70 comienza con la manifestación de una situación de crisis del sistema monetario internacional que afecta, primero a las principales monedas europeas (mayo de 1971), y luego se pone en evidencia en la moneda central del sistema, el dólar (agosto de 1971).

En ese mismo año, el Presidente de Estados Unidos, Richard Nixon, comunica la decisión de suspender la convertibilidad del dólar en oro (15 de agosto de 1971) y los esfuerzos del FMI —particularmente el Grupo de los Diez—^a para conjurar la crisis culminaron en el *Acuerdo del Smithsonian Institute de Washington*, en diciembre de ese mismo año. El mismo comportó, fundamentalmente, la devaluación del dólar respecto al oro (7,9 %), la revaluación del marco, el florín, el franco belga, y el yen, y la autorización de márgenes de variación en torno al índice central de paridad de 2,25 % (lo que podría producir una variación extrema entre las monedas del 9 %, por acumulación) .

Pero más allá de los reajustes, se puso en evidencia la necesidad de "una reforma del sistema monetario internacional" (expresamente prevista en el Acuerdo) y se inaugura, en los hechos, una etapa de desorganización generalizada del sistema, marcada por una segunda devaluación del dólar en febrero de 1973 y el mantenimiento de la serpiente monetaria sólo entre los países europeos.

En enero de 1976, en Jamaica, los acuerdos de Kingston legalizaron el régimen de paridades flotantes (entre el dólar y las demás monedas) y consagraron el abandono del patrón de cambio-oro que vino a substituir el de paridades fijas concertado en *Bretton Woods*.



A partir de entonces, el núcleo dinámico del conjunto, se va a desplazar, gradualmente, de las discusiones y acuerdos intergubernamentales y la cooperación entre bancos centrales y va a empezar a obedecer principalmente al impulso de los dos fenómenos de desarrollo espontáneo que marcaron la década: los petrodólares y los euromercados.

2. Los petrodólares y los euromercados.

Como consecuencia de *los dos shocks petroleros* (aumento abrupto del precio del barril de crudo concertado en el marco de la OPEP " de 1973 y 1979), los países exportadores de combustibles se encontraron con importantes excedentes financieros que sus economías no estaban en condiciones de absorber.

La cuadruplicación del precio del petróleo, primero, y su decuplicación, después significaron un incremento enorme en los ingresos por exportaciones de los principales países productores de petróleo, que no encontraban aplicación en las estructuras económicas incipientes y fuertemente concentradas de algunas regiones, particularmente en el área del Golfo Pérsico.

Comenzó a analizarse entonces, cómo reciclar esos dólares –que empezaron a denominarse "petrodólares" porque sus titulares eran nacionales de esos países– en el proceso productivo.

Los gobiernos y los organismos internacionales se entregaron a esbozar orientaciones y esquemas en ese campo. Mientras tanto, los bancos comerciales encontraron en ciertas prácticas y ficciones jurídicas surgidas en la década del 60, las modalidades más rápidamente aplicables y satisfactorias para los detentadores de los petrodólares y para los proveedores forzosos de la nueva liquidez, es decir los países industrializados importadores de petróleo.

Esas modalidades eran las figuras creadas en el ámbito transnacional del "euromercado".

A fines de la década del 60, cuando los bancos norteamericanos se vieron impedidos por su legislación nacional de otorgar créditos a los países de Europa Oriental, lo hicieron a través de sus filiales en Europa. Siendo las regulaciones bancarias de derecho público y de aplicación estrictamente territorial, los juristas entendieron que las mismas no regían sobre los dólares que no se encontraban dentro de la jurisdicción territorial de los Estados Unidos. Y



empezaron a otorgarse entonces préstamos en "euro-dólares" –dólares inscritos en los registros bancarios situados en Europa– a los países comunistas.

Surgieron así los conceptos de "eurodólar", "eurodivisa" y "euromercado".

El "eurodólar" es el dólar depositado, objeto de transacciones o escrituras contables, fuera del territorio de Estados Unidos.

"Eurodivisa", por analogía, es todo depósito en moneda convertible efectuado en bancos que se encuentran fuera de la zona de circulación legal de la moneda en cuestión (fuera del territorio del país que la emite).

El "euromercado" es el mercado integrado por eurodivisas, distinguiéndose el "euromercado monetario" (depósitos y créditos a corto plazo es decir plazos menores de 18 meses) y el "euromercado de capitales" (operaciones a mediano y largo plazo).

Según Rene Sandretto, el desarrollo del euromercado fue una "reacción espontánea, auto-organizativa del sistema financiero internacional, la adaptación del sistema a ciertas disfunciones originadas en las modificaciones en la estructura productiva y en la distribución geográfica de los flujos financieros".

Los depósitos en eurodólares aumentaron de un volumen de 110.000 millones de dólares en 1970 a 2 billones de dólares en 1982. Para tener una idea más aproximada de la magnitud de la expansión del euromercado, téngase en cuenta que las reservas oficiales mundiales sumaban 77.000 millones de dólares en 1970 y 852.000 millones de dólares en 1982.

3. La "explosión de la liquidez".

Se habló entonces de una explosión de la *liquidez internacional*: enormes sumas se volcaron de manera concentrada a la red bancaria comercial. No más de veinte bancos han manejado los excedentes financieros de los países petroleros o "petrodólares". Entre fines de 1973 y fines de 1984 los países de la OPEP (según el Banco de Ajustes Internacionales, BIS) habían aumentado sus depósitos en los bancos declarantes de 16.000 a 147.000 millones de dólares.

En posesión de tales masas monetarias, los bancos comerciales se lanzaron a una dura competencia por colocar préstamos primero en



los países industrializados (en período de recesión y ajuste, afectados por la crisis energética) y luego en los países en desarrollo importadores de petróleo quienes, también, golpeados por el aumento del precio del crudo, experimentaban serios déficits en sus balances de pagos.

La actividad de la red bancaria comercial internacional se hizo vertiginosa estimulada por las altas tasas de interés y los jugosos *spreads* o márgenes que reflejan los diferenciales por riesgo país (riesgos vinculados a factores políticos y macroeco-nómicos).

Hacia el fin de la década, las políticas deflacionistas y de restricción monetaria aplicadas en los países industrializados y el contraste entre el régimen de condicionalidad de los préstamos del FMI y la liberalidad con que los bancos comerciales distribuían sus fondos entre los países en desarrollo, favorecieron un flujo creciente de créditos comerciales a muy altas tasas de interés a los países en desarrollo, lo que habría de constituirse en el origen de la crisis de la deuda de la década del 80.

Los capitales tomados en préstamo *anualmente*, sobre los mercados internacionales pasaron de 20.000 millones de dólares en 1972 a 200.000 millones en 1980 (y U\$S 285.000 millones en 1985).

De ese volumen anual la mitad, aproximadamente, se otorgó a través de *euro-créditos* o *préstamos sindicados* (8.600 millones de dólares acordados en 1972 y 91.300 millones en 1981).

En síntesis, a partir de la década del 70 el sistema monetario y financiero internacional experimenta una expansión considerable. El hemisferio norte se transforma en un ámbito en el que proliferan los productos de la creación jurídico-financiera; sobrevienen en él cambios de magnitud y proyecciones no siempre previsibles o controlables y puede hablarse de la evolución del sistema monetario hacia la integración en un único, vasto y multiforme "sistema financiero internacional".

Mientras tanto, se instala la crisis de la deuda externa en el hemisferio sur.

C. La Década del 80.

1. La crisis de la deuda externa.

La década del 80 comenzó bajo el signo de la crisis financiera. En agosto-septiembre de 1982, cuando Argentina emergía de la conmoción causada por el conflicto con Gran Bretaña, el mundo financiero fue



puesto sobre ascuas por los trascendidos primero, y las manifestaciones oficiales, más tarde, en sentido que México no podría hacer frente a sus compromisos externos. Poco después Brasil exhibiría la misma índole de problemas.

Los años 1982 y 1983 fueron perturbados por los problemas de pago de su deuda externa que exhibieron Brasil y México.

Así comenzó la cuestión de la crisis del endeudamiento externo de los países en desarrollo, uno de los aspectos centrales del sistema financiero internacional durante la década del 80.

A partir de entonces el problema no sólo no se solucionó, sino que se generalizó.

Margaret Garrissen de Vries, "la historiadora del FMI", cita el año 1979 como punto de partida para sus estudios sobre las condiciones que precipitaron en 1982, la "crisis mundial de la deuda".

En el año 1979, en plena *stagflation* (estancamiento + inflación) en los países industrializados, Estados Unidos, Paul Volker al frente del sistema de Reserva Federal, asume firmemente el objetivo prioritario de reducir la inflación como condición previa a un relanzamiento del crecimiento y al aumento de la ocupación.

Las políticas monetarias de los países industrializados se tornan drásticamente restrictivas (empezando por los EE.UU.), las tasas de interés aumentan y se hacen fuertemente positivas y los bancos aumentan la presión para colocar sus fondos en los países que no practican tales restricciones y, por el contrario, necesitan crónicamente fondos para financiar su desarrollo.

Aquellas prácticas restrictivas en los países industrializados, logran ampliamente su propósito de controlar la inflación; ésta desciende enérgicamente en todo el mundo industrializado pero al precio de una marcada recesión.

El punto más bajo del ciclo recesivo se ubica en 1982 con una seria contracción en el volumen del comercio mundial, que registra un índice de crecimiento negativo. Sólo en 1975 se había visto otro año de contracción del volumen mundial del intercambio que, en general, progresó sostenidamente todo a lo largo de la década del 70.

La desocupación, en los países industrializados, alcanza las cifras más altas anotadas desde los años 30.

En 1982, la deuda externa en los países en desarrollo alcanza 600



mil millones de dólares, y la mitad aproximadamente de ella, ha sido contraída con bancos comerciales.

La disponibilidad de créditos comerciales había incitado a los países en vías de desarrollo a endeudarse, así como el fuerte aumento de los depósitos en petrodólares impulsaba a los bancos a colocar sus fondos. Esta intensificación de la actividad de intermediación internacional de los bancos, brindó enormes ganancias a las entidades bancadas (calcúlense los *spread* y comisiones vinculadas a tasas del 15 ó 17 % anual) al mismo tiempo que aumentaba significativamente la dependencia de los países en vías de desarrollo del financiamiento externo y la porción de los activos de los bancos "expuesta" o involucrada en las alternativas económicas de esos mismos países (*exposure*).

Llegó un momento en que la expansión de los créditos otorgados por los bancos comerciales a los países en desarrollo, la proporción creciente de ellos en las carteras de los bancos, el alto porcentaje de créditos concedidos a corto plazo y la persistencia de las altas tasas de interés comenzó a inquietar a los acreedores. Es decir que el mantenimiento prolongado del conjunto de fenómenos propiciados por los bancos y sobre los cuales éstos edificaron enormes beneficios, comenzó a ser observado con recelo por ellos mismos) y procedieron a disminuir abruptamente sus colocaciones de fondos en los países menos desarrollados.

Es así como "una reducción brusca y severa de los movimientos de capitales privados se registró en el segundo y tercer trimestre de 1982" (de Vries). "Es en este contexto que el ministro de Finanzas de México informó a las autoridades monetarias de los países acreedores a mediados de agosto, algunas semanas antes de la Asamblea Anual del FMI, 'que México no podría seguir cumpliendo sus obligaciones a título de servicios de su deuda. Esta declaración tuvo un efecto inmediato y dramático'. Azorados, los directivos de los bancos, fueron asaltados repentinamente por el pánico" (de Vries).

La crisis mexicana fue conjurada: el operativo de salvataje orquestado por los Estados Unidos, los organismos financieros internacionales y los bancos, en base a los mecanismos operativos existentes, funcionó.

El resultado es conocido: un plan económico draconiano se impuso a México junto con los aportes financieros imprescindibles, pero los bancos pudieron seguir anotando la deuda mexicana como *performing* y



sus balances de 1982 arrojaron ganancias a un nivel de récord histórico.

Entonces, se pusieron en evidencia las dificultades que otros países en desarrollo endeudados enfrentaban y los riesgos de una cesación de pagos generalizada con los consiguientes efectos en la estabilidad del sistema bancario internacional y en las perspectivas del comercio mundial, privado del soporte financiero que aquél le provee.

2. *La desregulación y las innovaciones financieras. El big bang.*

La "desregulación" es el objetivo generalizado y definitivo de la segunda parte de la década del 80 y su manifestación más notoria en el ámbito financiero es el *big bang*.

El denominado *big bang*, acontecido en octubre de 1986 en la plaza financiera de Londres, fue básicamente, la eliminación de las barreras entre los *jobbers* (los que pueden tomar posiciones en la Bolsa) y los *brokers* (comisionistas, intermediarios quienes tradicionalmente no podían hacerlo) y entre los agentes bursátiles en general y los bancos y otras entidades financieras. Antes del *big bang* los comisionistas o agentes de Bolsa no podían ceder más del 29,9 % de su capital a los establecimientos financieros. A partir del *big bang*, los intermediarios de Bolsa pudieron asociarse con bancos de depósitos o de negocios. Y eso fue lo que ocurrió rápidamente e, inclusive, los bancos tomaron participaciones en compañías de agentes de Bolsa o bien crearon inmediatamente su propia sección bursátil.

El fenómeno, que adquirió notoriedad a partir de Londres, pronto indujo cambios semejantes en Estados Unidos, Japón, República Federal de Alemania y también en Hong Kong, Singapur y Australia.

Esto trajo varias consecuencias mayores:

a) La entrada plena de los bancos en los negocios bursátiles y con ello, de enormes capitales en negocios no tradicionalmente bancarios y operaciones "Fuera de Balance" de las instituciones. "Fuera de Balance" implica también excluidas de las obligaciones y garantías impuestas por los bancos centrales y, en general, de las normas dictadas por las autoridades centrales para regular las actividades bancadas.

b) Una explosión de los negocios bursátiles: entre octubre de 1986 y el 31 de diciembre del mismo año aumentó el volumen diario de los negocios un 35 % y en valor, el 45 %, ocasionando inclusive una



saturación inesperada del sistema informático que en una ocasión, fue desbordado y dejó de operar.

En 1987, en la Bolsa de Nueva York el volumen de transacciones diarias alcanzaba de 150 a 200 millones de acciones, y aún 300 millones en los días de mayor actividad.

La capitalización bursátil significaba en 1986 un monto equivalente al 65 % del PNB en el Reino Unido y del 60 % del PNB en Japón.

c) Un fenómeno de osmosis entre el mercado del dinero y el de los títulos o acciones, entre los mecanismos tradicionales de mercado de capitales y la especulación (facilitada por la desregulación) y un entrecruzamiento entre las actividades de los bancos, de los agentes bursátiles, de las tesorerías de las grandes empresas multinacionales y todos aquéllos que disponen capitales considerables para volcar a la actividad financiera.

d) La proliferación de nuevos instrumentos financieros y la multiplicación de tipos de establecimientos financieros para atender una actividad cada vez más compleja y vertiginosa.

e) El desencadenamiento de un vasto proceso de integración financiera, y la constitución de un mercado mundial de capitales: el advenimiento de las "geofinanzas".

(Charles Goldfinger. *La geofinance: poitr comprendre la mu-tdtion financiére*, París, Ed. Senil. 1986).

La desregulación y las innovaciones financieras. La desregulación hace saltar las barreras que existían entre los diferentes tipos de activos sobre los mercados nacionales e internacionales:

- entre el euromercado y mercados financieros americanos y europeos;
- entre los mercados de capitales (acciones y obligaciones) y la intermediación bancada.

Germidis señala: "las fronteras entre los mercados nacionales están cediendo a medida que los gobiernos flexibilizan los controles de cambios, eliminan gravámenes e impuestos discriminatorios y adoptan un enfoque más amplio respecto a la penetración de bancos extranjeros. En cuanto a las barreras legales entre los mercados de capitales y la intermediación bancada han comenzado a desaparecer "cuando los bancos comerciales norteamericanos y japoneses han socavado las restricciones (como la Ley Glass-Steagall de Estados



Unidos) que les habían previamente impedido apropiarse de una parte del paquete de los banqueros de inversión".

Las pautas operativas que han dado lugar al desarrollo y enorme crecimiento del euromercado están siendo trasladadas a los mercados financieros domésticos de los países industrializados.

Estos cayeron en la cuenta de que se formaba un mercado de no residentes, *off-shore*, que supera la dimensión de muchos mercados nacionales y que, al favorecer las operaciones fuera de las fronteras (*cross border affaires*) para los ciudadanos de todos los países industrializados, ha dado lugar a una expansión inusitada de actividades no reguladas por ninguna ley nacional ni internacional y sólo encuadradas por prácticas consuetudinarias elaboradas por los bancos y los agentes financieros privados.

Con el consecuente perjuicio fiscal para los países centrales, y, lo que es más peligroso aún, con el resultado de enormes masas monetarias sumamente móviles y sensibles a factores políticos meramente especulativos o psicológicos que constituyen una amenaza creciente al control soberano de las monedas y las políticas monetarias.

En cuanto a las *innovaciones o nuevos instrumentos financieros*, la década del 80 ha presenciado la proliferación de instrumentos destinados a captar recursos financieros y aumentar su velocidad de circulación de manera espectacular.

La variedad de títulos que han creado las instituciones financieras para cubrir el financiamiento de los déficits públicos y los requerimientos de fondos de las empresas privadas, es enorme.

Las obligaciones de "cupón cero", las de "cupones múltiples", las opciones de compra de títulos (*call option*), los programas de Emisión Sucesiva de Obligaciones o certificados (*Note Issuance Facilities*) que aseguran una disponibilidad flexible de financiación a mediano plazo, las opciones sobre tasas de interés, etcétera, constituyen un mosaico de figuras de derecho financiero que se ofrecen en complejos "menús" a los inversores potenciales.

Estas innovaciones comparten en general el rasgo común de inscribirse fuera del balance de los bancos, constituyen "operaciones fuera de Balance" por las cuales los bancos perciben comisiones, pero involucran atenuadamente su responsabilidad.



D. El sistema monetario y financiero internacional en 1990.

1. La liquidez internacional.

a) En 1989 las reservas oficiales de cambio (excluido el oro) crecieron 6 % (en valor dólar) y totalizaron U\$S 768.000 millones. En 1987 se habían incrementado en 41 %, el más alto índice de la década.

El hecho más significativo de 1989, por lo tanto, no es su crecimiento sino su diversificación y la reconstrucción de las reservas oficiales en Estados Unidos.

Estados Unidos compró grandes cantidades de marcos y yens para contener una revalorización del dólar, lo que provocó un aumento del volumen de sus reservas del 150 % aunque éstas siguen siendo inferiores a las de Japón, Taiwan y Alemania Federal. Las reservas mundiales oficiales en marcos se estiman, a comienzos de 1990, en 20 % (contra 9 % en 1975) y el dólar participa en una porción inferior al 60 % en el total de las mismas (contra el 76 % en 1973). Los DEGs cuentan sólo 3,5 % en el total de las reservas (excluido el oro) contra 4,7 % en 1986.

Esto es interpretado como un nuevo paso hacia la consolidación de un sistema de reservas multi-divisas. Asimismo, por primera vez los observadores destacan una desvinculación en la relación que parecía cuasi-automática entre "déficits en el balance de pagos norteamericanos -debilidad del dólar- crecimiento de las reservas mundiales". Las reservas mundiales han crecido en 1989 sin que se produjeran los fenómenos comprendidos en los dos primeros términos de la relación.

En realidad, se imputa ese resultado a las compras de divisas de Estados Unidos y de los miembros del Sistema Monetario Europeo en sus intervenciones para mantener las paridades convenidas entre ellos.

b) El mercado internacional de cambios alcanza, por su parte, una dimensión inusitada. Esta es aún más llamativa si se la compara con el volumen de las reservas oficiales.

El promedio de las operaciones *diarias* del mercado internacional de cambios registradas en los veintiún países principales del sistema monetario durante el mes de abril de 1989 fue de U\$S 650.000 millones, según una encuesta coordinada por el Banco de Ajustes Internacionales (BIS) a través de los bancos centrales de esos países.

Ello significa un monto equivalente al 84 % de las reservas



mundiales (U\$S 768.000.000) y representa cuarenta veces el valor diario estimado de las operaciones reales de exportación de mercaderías y servicios en el mismo período.

Ello sugiere que, aun admitiendo el hecho de que cada transacción comercial puede dar origen a varias operaciones en los mercados de cambios (por financiación, cobertura de riesgo cambiario, seguros, etc.), el comercio internacional origina sólo una fracción de las actividades globales del mercado mundial de cambios. La mayor parte de ellas derivan hoy del flujo internacional de capitales y las tomas de posición, arbitrajes y coberturas asociadas con las estrategias modernas de gestión de riesgo.

Esas operaciones se concretaron en un 80 % entre Estados Unidos, Reino Unido, Japón, Suiza, Singapur y Hong Kong y estuvieron denominadas en dólares en un 90 %, lo cual demuestra el alto grado de concentración de las mismas y su estrecha relación con el desarrollo de los negocios puramente financieros, puesto que éstos son los países en los que más fuertemente se expandió la actividad bancaria.

Los datos de esa encuesta demuestran la futilidad de la pretensión de algunos bancos centrales de controlar el tipo de cambio por la vía de intervenciones directas en los mercados. El informe del BIS, sin embargo, señala que "aunque el volumen de intercambio en el mercado global de cambios es extremadamente grande, con transacciones diarias equivalentes al *stock* total de reservas oficiales de cambio, ello no autoriza a extraer conclusiones sobre la efectividad de las intervenciones oficiales en los mercados de cambio. Primeramente, los tipos de cambio están determinados por la demanda neta de cada divisa y no por los amplios volúmenes de compra y venta de ella. Más aún, las transacciones entre bancos centrales, inclusive las regularmente pequeñas, cuando son llevadas a cabo oportunamente y con astucia, tienen un notorio impacto en las expectativas y percepciones del mercado... Esto es todavía más alcanzable cuando la intervención es concertada y da una señal cierta a los mercados (se refiere a las intervenciones de las instituciones de emisión de los países industrializados). Para mayor seguridad, las intervenciones en el mercado de cambios unilaterales sólo tendrán una significación limitada en un período más extenso y por esta razón debe ser considerada sólo como uno de los instrumentos a utilizar dentro de una política y una estrategia económica dirigidas a asegurar una estabilidad fundamental y duradera en las condiciones macroeconómicas".

2. Los mercados financieros internacionales.



El total de los fondos canalizados en 1989 a través de los mercados financieros alcanzó U\$S 3.530.000 millones, habiendo registrado un aumento del 14% (U\$S 440.000 millones) respecto a 1988.

El volumen de los créditos sindicados alcanzó un nivel récord en 1989 con U\$S 152.000 millones (53 % mayor que en 1988). La mayor parte de ellos, naturalmente, beneficiaron a empresas privadas (80 %) de Estados Unidos y Reino Unido y se destinaron particularmente a financiar fusiones y adquisiciones (M&A) de las compañías alentados por las altas tasas y comisiones y las oportunidades de vender los préstamos en el mercado secundario.

En cambio, los préstamos para reestructuración de empresas experimentaron cierta declinación paralelamente a las dificultades anotadas por los títulos sin respaldo suficiente *junk bonds* y los préstamos vinculados al mercado inmobiliario en los Estados Unidos.

Por su parte, el mercado de euroobligaciones experimentó en 1989 su primer retroceso en el índice de expansión desde 1980 (sólo creció U\$S 6.900 millones contra U\$S 23.400 millones en 1987). Curiosamente, las obligaciones comerciales (*commercial papers*) emitidas en el marco de los mercados nacionales crecieron demostrando la revitalización de éstos en desmedro del euro-mercado y, con ello, los efectos positivos de la desregulación financiera emprendida por los gobiernos de las principales plazas mundiales.

Las fuentes de financiación internacional también favorecieron a los países de Europa oriental, que constituyen el grupo de prestatarios más importante fuera del mundo occidental industrializado.

En cambio continuaron declinando los préstamos a los países en vía de desarrollo, particularmente los fuertemente endeudados y el flujo financiero hacia ellos siguió teniendo signo negativo: las transferencias de fondos desde los países en desarrollo hacia los países desarrollados superaron el monto de nuevo préstamos. Mantúvose en 1989 el "fenómeno de los flujos invertidos" que marcó la década del 80.

Por su parte, México, beneficiario del Plan Brady y habiendo cumplido una primera etapa exitosa en la reducción de su deuda externa en 1989, también disminuyó sus *stocks* de oro a la mitad (vendió 47 toneladas en ese año).

Con respecto a los países latinoamericanos, el informe anual del



Banco de Ajustes Internacionales señala: "Las acreencias bancarias contra los países latinoamericanos disminuyeron en un 7 % (U\$S 15.200 millones) en 1989, principalmente por operaciones de conversión de deuda y por los créditos dados de baja en los registros de los bancos acreedores. De ellos, las disminuciones más importantes se imputaron a Brasil (U\$S 5.000 millones) y a Argentina (U\$S 4.900 millones) a pesar de la suspensión de pagos de intereses atrasados por parte de estos países y la interrupción de los programas de cesión de deudas". Simultáneamente ambos países aumentaron sus depósitos en los bancos declarantes de la red bancada comercial en U\$S 1.500 millones (Brasil) y U\$S 1.800 millones (Argentina), "lo que sugiere una aceleración de la fuga de capitales" (BIS - 60th Annual Report -pág. 131).

3. Características del sistema.

En síntesis, el sistema monetario financiero internacional actual se caracteriza por su:

- a) "globalidad" o amplitud planetaria: Goldfinger emplea el neologismo "geofinanzas" para mencionar el conjunto de operaciones y tendencias que configuran un mercado universal prácticamente único que funciona veinticuatro horas por día.
- b) descentralización: su configuración que fue prácticamente hegemónica hasta fines de la década del 60, en que Estados Unidos fue el principal proveedor de liquidez y arbitro de su distribución, se presenta hoy descentralizada en términos geográficos y en cuanto a la estructura de poder que la sustenta.
- c) privatización: hemos señalado ya que, a partir de la década del 70, se registró una *iusprivatización* del sistema en tanto éste reposa principalmente sobre la red bancaria comercial y en cuanto es ésta la que elabora la mayor parte de las normas y figuras jurídicas que lo rigen.
- d) polarización: Estados Unidos, Japón y la C.E.E. (Sistema Monetario Europeo o "área del marco") constituyen los tres-polos del poder financiero en la actualidad.

La tecnología actual en informática y comunicaciones posibilita que la información entre los principales actores del sistema (los bancos y empresas multinacionales) sea instantánea y los efectos de las transacciones sean inmediatos.

Como consecuencia de ello, las fluctuaciones de los mercados son también mucho más intensas y se transmiten inmediatamente a todo el universo lo cual hace que los flujos financieros cambien de dirección con mayor frecuencia y rapidez y el capital sea cada vez



más volátil.

Henri Bourguinat destacó el fenómeno de las "finanzas en vértigo" en la segunda mitad de la década del 80. Los países en desarrollo, por su parte, destacan y reclaman sobre el inquietante fenómeno de los *flujos inversos*. Esto es que la transferencia de recursos que hasta 1983 seguía una dirección Norte-Sur —desde los países excedentarios de capital hacia los países en desarrollo—, a partir de ese año invirtió esa dirección, a través de reembolsos de deuda externa y agotamiento del crédito a los países endeudados.

La red bancaria comercial ha expandido sus negocios y ha sustituido a Estados Unidos como principal proveedor y distribuidor de la liquidez entre los países industrializados.

Detrás de esta última constatación debe verificarse la amplitud sin precedentes en las actividades internacionales de los bancos comerciales que introduce cambios estructurales en el sistema monetario y financiero internacional.

Sobreviene entonces, junto con la llamativa expansión y la desregulación (o reducción de los controles nacionales e intergubernamentales), una decidida iusprivatización del sistema. El Derecho bancario —y comercial en general— anglosajón y los instrumentos y prácticas creados por los bancos comerciales son los moldes en que nace y se multiplica esa nueva masa de liquidez internacional, que se emite y circula fuera de las regulaciones jurídicas de los Estados soberanos y de las autoridades monetarias nacionales e internacionales.

Así, se ha observado que "apoyados en el desarrollo de nuevas tecnologías, el flujo de capitales entre plazas financieras y entre países es tal que *los bancos centrales no controlan* ya ni si quiera el mercado de cambios" (J. Y. Capul. Se refiere a los bancos centrales de los países industrializados).

Según J. Y. Capul, "estos diez últimos años (1976-1986) marcan el pasaje del Sistema Monetario Internacional (SMI) al Sistema Financiero Internacional (SFI); el pasaje de una regulación internacional bajo la égida, de los Estados (a través de los bancos centrales y los organismos financieros internacionales) a una regulación privada (por parte de la red bancaria comercial internacional). Y la relación entre los mercados monetarios y financieros de los diferentes países no pasa más únicamente a través del mercado de cambios sino a través de un vasto mercado internacional de capitales".



4. *¿Un doble circuito de velocidades diferentes?*

Hacia fines de la década del 80 ya fue preciso tener en cuenta que, la desregulación o liberalización de las actividades de este tipo, puesta en vigor en los países industrializados, provocaría ciertamente una (ya evidenciada) expansión de las actividades financieras y que ello influiría sin duda, en forma directa o indirecta, positivamente o negativamente, en los países de la periferia o países en desarrollo.

Una de las modalidades positivas que esta influencia podría asumir, sería a través de los efectos parcialmente benéficos que pudieran volcarse a los países menos desarrollados en forma de subproductos de la difusión de instrumentos financieros.

Las modalidades de repercusión negativa en cambio, podrían adoptar la vía de efectos involuntarios o perversos en la actividad económica de los países en desarrollo, o bien la de una mera y simple absorción de recursos financieros disponibles y, consecuentemente, substracción de recursos al desarrollo.

En la década del 80, el 70 % del efecto negativo de la disminución de flujos financieros hacia los países en desarrollo afectó a sólo cinco -países de América Latina (entre los cuales estaba Argentina).

Mientras tanto, en el hemisferio norte, industrializado, se hacía realidad el pronóstico de que:

"Los mercados de capitales evolucionarán a un ritmo difícil de seguir por parte de la mayoría de los actores, inclusive las autoridades de vigilancia por no hablar de los mismos banqueros. Además, los bancos se empeñan en ofrecer a su clientela nuevos servicios en sectores donde aún no dominan totalmente las técnicas financieras". (Geoffrey Bell en *Banking World* - mayo de 1985).

Trasponiendo esta apreciación al ámbito de los países en desarrollo, es preciso tomar nota de ciertos inconvenientes adicionales: el monetarismo dominado por los desequilibrios domésticos; la ausencia de marcos jurídicos adecuados; el fiscalismo; la desconfianza en el mercado; el desdén por los mecanismos de acceso abierto, automatizados y estandarizados que predominan hoy en el mundo industrializado.

Todos éstos son obstáculos que han contrariado la inserción de la economía argentina y de otros países en desarrollo en el contexto



internacional, así como la articulación del sistema financiero interno en el marco del sistema financiero mundial.

Si a ello se agrega que, para la Argentina de hoy –como para otros países latinoamericanos fuertemente endeudados– la principal fuente de liquidez son los organismos financieros públicos internacionales (los recursos públicos representaron en 1987 el 60 % del financiamiento externo, contra sólo el 35 % en 1980). y que el arbitro de su política económica es el FMI, se comprenden mejor los fundamentos de las políticas económicas implementadas, en Argentina y en América Latina en general, en 1989 y 1990 para tratar de superar el contraste con las características de desregulación y privatización imperantes en el hemisferio norte.

En efecto, ante esta situación no podría descartarse una hipótesis inquietante: que los fenómenos de desregulación, expansión y proliferación de instrumentos financieros en el mundo industrializado tienda a profundizar, a término, una brecha entre dos espacios no interconectados y que evolucionará de una manera asincrónica: un mercado unificado mundial de capitales a alta velocidad y complejidad de circulación y adaptación, por un lado, y por el otro una multiplicidad de pequeños mercados locales subdesarrollados y rudimentarios con pocas posibilidades de crecimiento. Esta tendencia se vería alimentada no sólo por el efecto de absorción de los recursos financieros disponibles que ejercerían las plazas financieras desarrolladas sino por un nuevo movimiento de fuga de capitales desde los países en desarrollo alentada por el mismo efecto de absorción.

Estaríamos así, en presencia de dos circuitos a dos velocidades diferentes, con modalidades y reglas distintas que ahondarían la brecha entre los países industrializados y los países en desarrollo.

Frente a esta nueva realidad se impuso la adopción generalizada de nuevas modalidades de atraer y asignar más eficientemente los recursos financieros con un enfoque propio de cada país en desarrollo.

Sin perjuicio de ello pueden advertirse objetivos comunes.

Los objetivos principales de dichas modalidades son los instrumentos jurídicos susceptibles de favorecer:

- la atracción de recursos externos;
- la movilización de recursos internos;
- la asignación eficiente de los recursos;



- la captación de las capacidades de gestión financiera;
- la incorporación y control de los nuevos instrumentos financieros internacionales en uso en los centros bancarios desarrollados.

Estos objetivos generaron también las reformas del Estado, del régimen jurídico de la inversión externa, de los sistemas tributarios, así como los programas de privatizaciones lanzados en Chile en 1987 y en Argentina y Brasil en 1989 y 1990.

Nosotros preferimos adoptar la noción sociológica de sistema de O. Young, que integra el conjunto de normas jurídicas como uno de los aspectos del funcionamiento del sistema como factor condicionante y también condicionado del mismo.

Pero, además, consideramos que una correcta comprensión de las relaciones comerciales, monetarias y financieras internacionales no puede dejar de lado el derecho privado. Existe una verdadera transposición del derecho comercial de algunos países (del Reino Unido y de los Estados Unidos, básicamente) al ámbito internacional, tanto de las ramas del Derecho bancario como del de quiebras, y del de crédito documentario como el de los transportes.

Y tampoco puede figurarse -puesto que estamos en el ámbito global del derecho comercial- los usos y costumbres, los *incoterms*, las prácticas bancarias que regulan la movilización de enormes recursos financieros a través de las normas, a veces, no codificadas pero universalmente aceptadas.

b. EL FMI COMO ORGANISMO ESPECIALIZADO DE LA ONU

"La definición Jurídica del FMI debe girar sobre el hecho de si se le considera o no sujeto de Derecho internacional, es decir, titular de deberes y derechos en la comunidad jurídica.

La Convención de las Naciones Unidas sobre Privilegios e Inmunities de los organismos especializados, al respecto estipula que el FMI es un organismo que posee subjetividad jurídica internacional (Artículo 1 sección 1.f).

La vinculación que pueda existir entre la ONU y los organismos especializados está amparada en el artículo 57.1 de la Carta de las Naciones Unidas que dispone que; "Los distintos organismos especializados establecidos por acuerdos intergubernamentales, que tengan amplias atribuciones internacionales definidas en sus



estatutos, y relativas a materias de carácter económico, social, cultural, educativo, sanitario y otras conexas, serán vinculados con la Organización de acuerdo a las disposiciones del artículo 63"

Asimismo, el artículo 63.1 de la misma Carta señala: "El consejo Económico y Social podrá concertar con cualquiera de los organismos especializados de que trata el artículo 57, acuerdos por medio de los cuales se establezcan las condiciones en que dichos organismos habrán de vincularse con la organización..."

Si bien el artículo 63 de la Carta de Naciones Unidas, da la facultad al Consejo Económico y social de concertar acuerdos con las organizaciones internacionales para vincularlas a la ONU, el acuerdo que se celebró entre éste último organismo y el FMI, le concedió al Fondo el carácter de organización internacional independiente. (...)

De esta forma, si bien el Fondo es un organismo especializado de Naciones Unidas, no puede jamás conceptuarse que exista subordinación del primero hacia el segundo. Tanto los textos legales internacionales que se han esbozado como la práctica internacional más reciente apuntan a demostrar que lo que existe entre el FMI y la ONU es una relación de coordinación antes que de subordinación.

En razón de esta relación de coordinación la ONU puede hacerle al FMI, una instancia, solicitud o pedido para que el FMI tome en cuenta determinado asunto o tema en alguna decisión o reunión suya, sin embargo, queda a criterio del Fondo el determinar si la acoge o no."⁶

c. EL DERECHO MONETARIO INTERNACIONAL

"El Derecho Monetario Internacional es una rama del Derecho Internacional Público, encargada de regular la organización y el funcionamiento del fondo Monetario Internacional. Como tal, este Derecho tiene una serie de fuentes, que son diversas categorías de cuerpos normativos, los cuales organizados jerárquicamente, dan contenido jurídico a la actividad del FMI."⁷

"Las normas jurídicas que constituyen la ley del fondo pueden clasificarse según las partes que intervienen y los instrumentos por cuyo intermedio se crean. Conforme a este enfoque las normas se clasifican en tres grandes categorías: i) el Convenio Constitutivo,



aceptado por los países miembros, ii) los Estatutos, las resoluciones y otras decisiones de la Junta de Gobernadores y iii) el Reglamento y otras decisiones del directorio Ejecutivo. A estas tres clases cabe agregar la constituida por las directrices del director Gerente en asuntos propios de su competencia, incluidas las relativas al personal. El Convenio constitutivo es un tratado y, por consiguiente, el ordenamiento jurídico del Fondo incorpora las normas aplicables del derecho de los tratados y de otros aspectos del derecho internacional público. Con frecuencia se han aplicado a los asuntos del fondo doctrinas jurídicas, en especial las que protegen los intereses de los países miembros, como por ejemplo, las contrarias a la retroactividad y la desviación de poder. Del mismo modo se han aplicado las doctrinas de sucesión para salvaguardar los intereses del Fondo.

Jerarquía

Las distintas categorías de normas se clasifican jerárquicamente. Las disposiciones del Convenio están a la cabeza de la escala jerárquica. Las decisiones de la Junta de gobernadores deben ser compatibles con el Convenio e interpretarse conforme al mismo. Las decisiones del Directorio Ejecutivo deben ser compatibles con el Convenio y las medidas adoptadas por la Junta de Gobernadores. El consejo, si se crea, tendría que abstenerse de tomar decisiones en virtud de facultades que le delegue la Junta de Gobernadores, que sean incompatibles con el Convenio o con medidas adoptadas por la Junta de gobernadores. Las decisiones del directorio Ejecutivo tienen que ser compatibles con las del Consejo y con las de la Junta de gobernadores. Las directrices del director Gerente deben ser compatibles con todas estas otras normas.

Si bien las distintas clases de normas constituyen una jerarquía, las normas de una misma clase no guardan un orden jerárquico. En especial, los objetivos del fondo mencionados en los subpárrafos sucesivos del Artículo I no representan un orden de prioridades. Ni hay otra clasificación intrínseca que pueda establecerse, aunque a veces existe una disposición que les asigna un orden. La tentación de darles un orden jerárquico influyó en el Tribunal Inglés de Apelaciones en *Wilson, Smithett & COPE Ltd. V. Terruzzi* al interpretar restrictivamente los "contratos de cambio" que se mencionan en el Artículo VIII, Sección 2b), porque con una interpretación más amplia habría quedado relegado a segundo plano el objetivo primordial del Fondo, en opinión del Tribunal, de "facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional"



La tentación de descubrir que existe allí una clasificación jerárquica establecida de objetivos surge porque en algunas circunstancias éstos no son compatibles entre sí. Del mismo modo, se plantean problemas de conciliación porque en algunos casos hay otras disposiciones que no se encuentran en evidente armonía entre sí.

(...)

... en términos jurídicos, en las circunstancias descritas por White, el cometido es encontrar, si es posible, una solución que concilie todas las disposiciones pertinentes del Convenio. Si a pesar de todo es imposible la conciliación, deberá elegirse la mejor solución que aconseje la evaluación de las circunstancias y del fundamento de todas las disposiciones pertinentes.

He aquí un ejemplo de contradicción de objetivos. Uno de los objetivos del Fondo, enunciado en el Artículo I iii), es fomentar la estabilidad cambiaria, procurar que los países miembros mantengan regímenes de cambios ordenados y evitar depreciaciones cambiarias competitivas. De conformidad con este propósito, los países miembros deben evitar las prácticas de tipos de cambio múltiples, salvo que hayan sido aprobadas por el fondo. Otro objetivo del Fondo, expuesto en el Artículo I iv), es coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos, lo cual implica la convertibilidad de las monedas conforme al Artículo VIII, Secciones 2, 3 y 4. En 1959 varios países miembros a los que correspondía un parte importante del comercio y los pagos internacionales resolvieron que podrían dar un gran paso hacia la convertibilidad si lograban que el impacto de la mayor libertad de las transacciones cambiarias de sus mercados se sintiera más en el tipo de cambio que en las reservas. El fondo decidió que, en esas circunstancias, la mejor manera de atender los intereses del sistema monetario internacional era aprobar una práctica de tipos de cambios múltiples que suponía márgenes ligeramente más amplios para algunas transacciones cambiarias. En síntesis, se dio primacía al Artículo I iv) en la resolución del problema.

Otro ejemplo esclarecedor del mismo proceso es la resolución que debió darse a una contradicción evidente entre la Sección 3 del Artículo VI y la misma Sección del Artículo VIII. Según la Sección 3 del Artículo VI los países miembros pueden controlar las transferencias internacionales de capital sin obligación de obtener la aprobación del Fondo. La Sección 3 del Artículo VIII prohíbe los regímenes monetarios discriminatorios y las prácticas de tipos de



cambio múltiples, salvo en los casos autorizados por el Convenio o que el Fondo apruebe. El problema que se planteó fue el de determinar si los países miembros pueden participar en regímenes comentarios discriminatorios al aplicar controles de capital. Una vez examinadas todas las consideraciones pertinentes, el fondo determinó que los países miembros pueden aplicar controles de capital discriminatorios sin su aprobación. Uno de los argumentos de más peso fue la importancia atribuida por los negociadores del Convenio al control de las fugas de 'capital especulativo', que habían causado tantas perturbaciones en la década del treinta. No obstante, el Fondo se abstuvo de abordar el problema relativo a la conciliación de las disposiciones sobre las prácticas de tipos de cambio múltiples y los controles de capital, a pesar de que la Sección 3 del Artículo VIII se refiere a ambos y lo hizo en atención a la importancia del principio de la supervisión internacional de los tipos de cambio, especialmente en un sistema de paridades, y la consiguiente necesidad de tener en cuenta otras disposiciones, es decir, las referidas a los tipos de cambio."⁸

4. LA GLOBALIZACIÓN DEL CAPITAL FINANCIERO⁹

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 heterogéneo 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 tientas 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, mientrasque 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 1998 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 reguladores 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 comerciados, 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 déficit 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.

Por 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 inexperience 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 cambiarlos 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 sobremedida 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 reпреstar 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 estusiasmado 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 comunicarlas 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?

5. CONCLUSIÓN CRÍTICA SOBRE EL FMI

"... podemos concretar las siguientes reflexiones ...:

El nacimiento del FMI obedece a un proceso económico mundial de post guerra, que se establece desde 1944 bajo la forma de un convenio constitutivo -CCFMI-, vigente hasta la fecha y que ha proporcionado asesoría técnica y ha jugado un papel central en la definición de las políticas monetarias y cambiarias de -nuestro país durante los últimos treinta y seis años.



El CCFMI como tratado multilateral, es perfecto, válido y eficaz. Costa Rica ha permanecido como miembro del Fondo, por el carácter técnico de su ayuda y de disponibilidad de recursos. Sus efectos, bajo la forma de acuerdos, han sido queridos inicialmente, -en planes de estabilización económica, para solucionar desequilibrios temporales en la balanza de pagos costarricense. Sin embargo, los acuerdos de derecho de giro, devienen ineficaces jurídicamente en la medida en que si, el efecto al hecho corresponde como la solución al problema, los sucesivos incumplimientos, por parte de Costa Rica de estos acuerdos - por falta de voluntad política, han impedido la formación de eficacia de los mismos: se ha visto suspendida su vida efectiva: de tal manera que no han existido verdaderas soluciones económicas, tomadas bajo las normas de actuación requeridas en los acuerdos de derecho de giro suscritos con el Fondo, a fin de restaurar la estabilidad económica de nuestro país.

El CCFMI es un tratado multilateral, en el se formulan las normas bajo las cuales se efectúan las reacciones de los miembros del Fondo.

El protocolo es un instrumento internacional eficaz en el sentido de que es adicional al tratado mismo, suscrito y aprobado por la Asamblea Legislativa originalmente, el mismo lo aclara y es fuente creadora de nuevos deberes y obligaciones por parte de los organismos o Estados firmantes. Sin embargo, el mismo está sujeto a dos supuestos a saber: uno nacional y el otro internacional, así la promulgación y publicación por parte del Ejecutivo, brindándole así el carácter de ley, y la remisión bajo normativa expresa contenida en el tratado original, sobre el uso del protocolo como instrumento válido y eficaz entre las partes. Ambos supuestos están excluidos en la suscripción de los acuerdos de derecho de giro del FMI.

Internacionalmente los acuerdos de derecho de giro, serán analizados como parte de otra hipótesis, sin embargo lo que aquí nos interesa es la forma que asume en el proceso de recepción legal, al ordenamiento costarricense, la resolución de "-un organismo internacional - el FMI - , sobre la concesión de un acuerdo -por ejemplo de derecho de giro-, a Costa Rica. Inicialmente consideramos al Poder Ejecutivo, en sentido amplio, como Gobierno Central y en este caso más una institución autónoma, como es el BCCR, al firmar la carta de intenciones -Ministro de Hacienda y Presidente Ejecutivo del BCCR-. Aquí, el PE hace ejercicio de su potestad normativa esencialmente -manifiesta por decretos y reglamentos, y en sentido amplio el Ejecutivo, realiza un acto administrativo al suscribir la carta de intenciones. Sin embargo, el mismo, enmarcado según -nuestra LGAP, reviste el carácter de acuerdo por la sujeción al fin concreto inmediato: la petitoria al Fondo de la suscripción de un acuerdo de ayuda económica. El mismo



reviste carácter de unilateralidad y se refiere a la esfera discrecional del PE en la fijación de medios y fines, sobre todo en la regulación de la actividad económica y la búsqueda de financiamiento externo a través de la realización y activación de relaciones internacionales, con organismos crediticios. Además este acto administrativo es "per se" enmarcado bajo los -procedimientos y normativas fijadas por el CCFMI, del cual -Costa Rica es miembro hace treinta y seis años. (*)

Cada acuerdo de derecho de giro es nuevo en el tiempo, -tiene eficacia innovativa: es portadora de nuevos efectos. El marco general es el CCFMI, y en este caso, lo particular pactado por las partes en el tratado multilateral, priva sobre cualquier normativa general internacional. Así, por ejemplo, el caso concreto es que existe en el CCFMI, la remisión al DI, únicamente en caso de que exista discrepancia entre un país - miembro por salir o ya fuera del Fondo, entonces se formará una comisión, en la que el árbitro iuris será nombrado por la CU. Es así que la jurisdicción internacional, queda delimitada por pacto expreso: el CCFMI como instrumento jurídico - marco de las relaciones entre el Fondo y sus miembros.

Consideramos que la ayuda financiera del Fondo, no son créditos. El Fondo no se convierte en acreedor del país en un instrumento formal de deuda y crédito, lo que ha hecho afirmar a algunos que el Fondo es un sistema de transacciones cambiarias. En ausencia de fijación formal de crédito, la ejecutividad y compulsividad de pago automáticamente, se excluyen. Son recursos del Fondo, a disposición del país miembro, bajo ciertas condiciones. Esto también nos lleva a excluir el carácter de préstamos, a los ingresos de divisas al BCCR en virtud de un acuerdo con el Fondo. A pesar de que el uso de las divisas está restringido al cumplimiento de un objeto en particular, el seguimiento de un plan de estabilización económica, realizando ajustes en el tipo de cambio y otras medidas tomadas por el país miembro, de acuerdo a su estructura económica particular, el carácter condicional de la forma" y la temporalidad del cumplimiento a tractos, basados en las normas de actuación o indicadores, y la ausencia del uso de incentivos para restringir el uso de los recursos por parte de los deudores y para inducir a pagar lo más pronto posible, características propias de los préstamos, nos aleja de concepciones crediticias y prestatarias en el uso de los recursos del Fondo. La característica de la obligación de recompra por parte del país miembro de su propia moneda, en lugar de amortizar, a largo plazo en divisas el préstamo obtenido, definen que el -Fondo tiene a disposición de los países miembros, de acuerdo a su cuota, divisas para ser usadas en planes económicos dirigidos a restaurar el desequilibrio en la balanza de pagos."¹⁰



FUENTES CITADAS:

- ¹ DI GIOVAN Ileana. Derecho internacional económico y relaciones económicas internacionales. Buenos Aires-Argentina. Editorial Abeledo-Perrot. 1992. página 11. ISBN 950-20-0659-3.
- ² SOLANO AGUILAR Jorge Isaac. Organismos financieros como sujetos de derecho internacional. Tesis para optar por el grado de licenciado en derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, San José. 1992. páginas i-ii.
- ³ SOLANO AGUILAR Jorge Isaac. Organismos financieros como sujetos de derecho internacional. Tesis para optar por el grado de licenciado en derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, San José. 1992. páginas 51-52, 55
- ⁴ SOLANO AGUILAR Jorge Isaac. Organismos financieros como sujetos de derecho internacional. Tesis para optar por el grado de licenciado en derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, San José. 1992. página 56 y 57
- ⁵ DI GIOVAN Ileana. Derecho Internacional Económico y relaciones económicas internacionales. Buenos Aires-Argentina. Editorial Abeledo Perrot. Páginas 31-61
- ⁶ SOLANO AGUILAR Jorge Isaac. Organismos financieros como sujetos de derecho internacional. Tesis para optar por el grado de licenciado en derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, San José. 1992. páginas 94-95
- ⁷ SOLANO AGUILAR Jorge Isaac. Organismos financieros como sujetos de derecho internacional. Tesis para optar por el grado de licenciado en derecho de la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica, San José. 1992. página 96
- ⁸ GOLD, Joseph. Normas Jurídicas del Fondo Monetario Internacional. Washington D.C. 1980. Páginas 4-7.
- ⁹ CEPAL. FELIX, David. La Globalización del Capital Financiero. En línea, consultado el 23 de octubre del 2006. disponible en <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/8/19378/felix.htm>
- ¹⁰ RODRÍGUEZ ASSMANN Bárbara María. Fondo Monetario Internacional Eficacia de sus acuerdos con el Estado Costarricense. Tesis de grado para optar al título de licenciada en derecho. Facultad de Derecho Universidad de Costa Rica. San José. 1982. Páginas 237-241