

## Inestabilidad financiera mundial y conflictos de política en países industrializados: necesidad de una nueva reforma al sistema monetario internacional\*

Guadalupe Mántey de Anguiano\*

La desregulación financiera mundial, y la desvinculación del sistema monetario internacional respecto a un activo externo de reserva, han dado por resultado la expansión de los mercados internacionales de crédito y valores a ritmos muy superiores al crecimiento del ingreso real mundial, y del comercio internacional. Esto lleva a la imposibilidad física de valorizar todos los activos financieros existentes, lo que ocasiona violentos flujos internacionales de capital especulativo, y un creciente riesgo sistémico. El artículo muestra que los gobiernos de los países más desarrollados se ven impedidos para impulsar un crecimiento más acelerado del ingreso mundial, porque han tenido que colocar grandes volúmenes de deuda pública para estabilizar sus mercados financieros nacionales, los cuales se ven afectados por la fuerte competencia de los euromercados. La autora propone varias reformas al sistema monetario internacional, a fin de limitar el crecimiento de los euromercados, redimir una parte de la deuda gubernamental de los países industrializados que cumple funciones monetarias, y canalizar mayor financiamiento de largo plazo a los países en desarrollo.

\* Esta investigación se realizó con recursos del Proyecto PAPIIT IN304997.

\* Investigadora de la Escuela Nacional de Estudios Profesionales Acatlán, UNAM. Agradezco los comentarios de dos árbitros anónimos que me rescataron de falsas interpretaciones. Los errores que permanezcan son mi exclusiva responsabilidad.

**Worldwide financial instability and political conflict in industrialized countries: the need for reform of the international monetary system\***

The author points to world financial deregulation, and the international monetary system freed from an external reserve asset, as the main causes for international financial markets' expansion paths largely exceeding real world income and foreign trade growth rates. In her opinion, this poses a physical constraint to the validation of outstanding financial assets, which gives rise to violent international speculative capital flows, and increasing systemic risks. The article provides evidence in support of the hypothesis that industrialized countries are precluded to impel higher world income growth, on account of the large amounts of government debt they have already placed in order to stabilize their domestic financial markets, which have been increasingly affected by competition from euromarkets. Finally, the author propounds various reforms to the international monetary system, aiming to temper euromarkets' growth, and to redeem that part of the government debt of industrialized nations which performs a monetary role in international financial markets, while securing larger amounts of long-term financing to developing countries.

**Instabilité financière mondiale et conflits de politique dans des pays industrialisés : besoin d'une nouvelle réforme au système monétaire international.\*\***

La non-régulation financière mondiale, et la non-vinculation du système monétaire international en rapport avec un actif externe de réserve, ont donné comme résultat l'expansion des marchés internationaux de crédit et des valeurs à des rythmes supérieurs à la croissance du revenu réel mondial, et du commerce international. Ceci mène à l'impossibilité physique de valoriser tous les actifs financiers en existence, et provoque des violents flux internationaux de capital spéculatif et un croissant risque systématique. L'article montre que les gouvernements des pays les plus développés se trouvent dans l'impossibilité d'impulser une croissance plus accélérée du revenu mondial, puisqu'ils ont dû placer des grands volumes de dette publique afin de stabiliser ses marchés financiers nationaux, et ceux-ci sont touchés par la forte concurrence des marchés d'Europe. L'auteur propose plusieurs réformes au système monétaire international afin de limiter la croissance des marchés d'Europe, racheter une partie de la dette du gouvernement des pays industrialisés qui accomplit des fonctions monétaires, et canaliser un plus grand financement à long terme aux pays en développement.

\* Traducción al inglés: Guadalupe Mántey de Anguiano.

\*\* Traducción al francés: Profesora Lucía Cámara, Centro de Lenguas Extranjeras (CELE), UNAM.

**Introducción**

La desregulación financiera mundial y el actual sistema monetario internacional desvinculado de un activo externo de reserva, han contribuido a la generación de recursos financieros a ritmos muy superiores al crecimiento del ingreso mundial y del comercio internacional. La dificultad para sostener el valor nominal de esos activos está dando lugar a fuertes flujos de capital especulativo, que se desplazan con gran rapidez de un país a otro, originando inestabilidad financiera y un creciente riesgo sistémico.

En el presente trabajo se investigan algunas de las causas por las cuales la inversión especulativa ha desplazado a la inversión productiva en los países industrializados, y las dificultades que enfrentan sus gobiernos para llevar a cabo políticas fiscales y monetarias tendientes a dinamizar el sector real de sus economías. Del análisis se desprende que la banca internacional privada, que opera desreguladamente, ha adquirido un poder supranacional, al manejar recursos capaces de desestabilizar los sistemas financieros nacionales de los países con moneda de reserva.

Pero si bien los intermediarios financieros internacionales tienen la capacidad de valorizar inflacionariamente los pasivos que generan, por otra parte, tienen insuficiente poder para resolver el riesgo sistémico que se ha creado con la desproporción entre el sector real y el sector financiero de la economía global. Esto hace que las crisis financieras, que ponen en peligro la estabilidad del sistema mundial de pagos, deban ser enfrentadas por los gobiernos de los países con moneda de reserva y los organismos financieros multilaterales, socializando las pérdidas de la desregulación.

El estudio hace ver, sin embargo, que la magnitud alcanzada por los desequilibrios en las balanzas de pagos, los recursos limitados con que cuentan los organismos financieros multilaterales, y las restricciones a la política fiscal que enfrentan los propios gobiernos de los países industrializados, hacen que los mecanismos financieros de emergencia sean cada vez más difíciles de concretar, lo que acrecienta la especulación y la frecuencia de las crisis. Lo anterior induce a reflexionar sobre la necesidad de una nueva reforma al sistema monetario internacional, tendiente a

redimensionar el crecimiento de la liquidez internacional de acuerdo con las necesidades de la economía real mundial.

El ensayo se divide en ocho partes. La primera muestra los efectos negativos que la desregulación financiera mundial ha tenido sobre la acumulación de capital productivo a nivel mundial, y su estímulo a la inversión especulativa. La segunda ilustra estadísticamente el poder que han adquirido los intermediarios financieros que operan en los euromercados, así como la posición dependiente que respecto a ellos han asumido los gobiernos de los países con moneda de reserva. Las siguientes tres secciones abordan los problemas de inestabilidad y fragilidad financiera que se derivan de las políticas monetarias defensivas que aplican los países con moneda de reserva, al protegerse de la actividad competitiva de los euromercados. En la sexta sección se señalan los problemas que enfrentan los organismos financieros multilaterales para resolver, con sus limitados recursos, los desequilibrios de pagos producidos por la especulación financiera, lo que lleva a plantear la necesidad de reformar el actual sistema monetario internacional. Finalmente, en las últimas dos secciones se esbozan algunas propuestas de reforma que serían funcionales a los intereses de los países en desarrollo, y se resumen las conclusiones del trabajo.

### Autonomización financiera

La desregulación de los mercados financieros internacionales, y la desvinculación del sistema monetario internacional respecto a un activo externo de reserva, han permitido que el financiamiento internacional se expanda por encima de las necesidades del comercio mundial. De 1973 a 1996, el comercio mundial de mercancías pasó de 542 a 5 340 billones de dólares,<sup>1</sup> es decir aumentó 9 veces; en el mismo lapso, los activos externos de los bancos comerciales de todos los países pasaron de 312 a 8 300 billones de dólares, o sea que se incrementaron 26 veces. En 1973, la colocación anual de bonos en los mercados internacionales de capital era de aproximadamente 9 billones

<sup>1</sup> Miles de millones de dólares de Estados Unidos.

de dólares; para 1996 excedió los 770 billones, lo que significó un aumento de 88 veces.

Si bien estas cifras pueden sobredimensionar un tanto el fenómeno de la autonomización financiera respecto a la economía real mundial, ya que la profundización financiera y la globalización de los mercados se traduce en un desplazamiento de las transacciones financieras de los mercados domésticos hacia los mercados internacionales, también es cierto que la eliminación de barreras proteccionistas en el periodo analizado ha tenido efectos similares sobre el ponderador empleado (*i.e.* las exportaciones mundiales).

Es bien sabido que la valorización de un activo financiero depende, entre otros factores, de la corriente de ingresos que promete y de la tasa de interés de mercado. Un crecimiento acelerado en la colocación de títulos financieros, por lo tanto, debe ir acompañado de un incremento proporcional en el ingreso real, a fin de mantener su valor nominal. Para ello, es preciso que el capital productivo aumente.

El crecimiento acelerado de la intermediación financiera internacional, sin embargo, no se ha reflejado en un mayor ritmo de acumulación de capital productivo. En los países industrializados, la inversión bruta fija ha reducido su participación en el producto interno bruto de 24 a 20% durante el periodo analizado. Este grupo de países recibe tres cuartas partes del crédito bancario internacional, y coloca cerca del 90% de las emisiones internacionales de títulos. En esta parte del mundo, el ingreso real ha disminuido su ritmo promedio de crecimiento anual del 4.9% observado durante los sesenta, a sólo 2.0% en los noventa.

En América Latina y Asia, las políticas de desregulación financiera han conducido a similares resultados, reduciendo el coeficiente de ahorro interno y desacelerando el crecimiento del ingreso (Díaz-Alejandro 1985, Grabel 1993)

A pesar de la desregulación financiera y de la mayor movilidad internacional del capital, la inversión productiva a nivel nacional continúa limitada al ahorro doméstico. En los países de la OECD, la correlación entre los coeficientes de ahorro y la participación de la formación bruta de capital fijo en el producto interno bruto se mantiene alta (Félix 1993, 1995).

El financiamiento internacional se ha desviado de los usos productivos hacia la actividad especulativa, y esto ha sido inducido por el propio proceso desregulador. El sistema monetario internacional desvinculado del oro, y con mercados extraterritoriales de crédito en monedas de reserva, tuvo que ser acompañado de tipos de cambio flexibles, ya que la magnitud de los flujos internacionales de capital que generaba no podían ser enfrentados con las limitadas reservas de activos externos de que disponen los bancos centrales.

Con la flexibilización de los tipos de cambio, los flujos de capital internacionales se volvieron más sensibles a los riesgos cambiarios y de tasas de interés, elevándose las transacciones a corto plazo (Kregel 1994). La volatilidad de los precios de los activos financieros, que la desregulación acrecentó, también ha influido negativamente en la disponibilidad de los banqueros para prestar a largo plazo, contribuyendo a desalentar la inversión productiva (Grabel 1993).

La variabilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés ha estimulado la inversión especulativa, pues la alta y rápida valorización que pueden experimentar los activos financieros hace que se prefieran a las inversiones productivas. La aparición de innovaciones financieras, concebidas como expedientes para reducir el riesgo, pero realizadas con elevados niveles de apalancamiento que reducen sus costos de transacción, han llevado la tasa de ganancia del capital empleado en la especulación por encima de la tasa de ganancia del capital aplicado a la producción (Correa 1997, Dillon 1997, Chesnais y Serfati 1993, Félix 1995). Paradójicamente, estas innovaciones han contribuido a aumentar la volatilidad de los flujos financieros internacionales, elevando las tasas de interés y dificultando el financiamiento de largo plazo a la planta productiva (Kregel 1994, Davidson 1988).

La desregulación financiera, al estimular inversiones especulativas de corto plazo y restringir el financiamiento de largo plazo con fines productivos, ha dado lugar a que se establezcan estructuras financieras frágiles (Grabel 1993). Una manifestación crítica de este fenómeno es la creciente canalización del crédito bancario al financiamiento de transacciones a corto plazo con activos financieros.

Los conglomerados financieros e industriales de varios países industrializados muestran ya el fenómeno denominado *evicción*, que consiste en sustituir inversiones directamente productivas por inversiones financieras (Chesnais y Serfati 1993). Esto está causando una autonomización de la economía financiera respecto a la economía real, que resulta inviable a largo plazo, pues tiende a reducir el crecimiento del ingreso real al mismo tiempo que eleva el nivel de endeudamiento de los agentes económicos.

La consecuencia fatal de esta pretendida autonomía es la crisis de deflación de deudas, que reduce el valor de los activos financieros al monto que puede ser validado por la generación de ingresos (Minsky 1982). El ajuste no suele ser ordenado ni equitativo, pues es sabido que la inversión especulativa no se rige por fundamentos económicos de largo plazo, sino por la posibilidad de obtener utilidades de corto plazo anticipando el comportamiento de los demás participantes en el mercado (Keynes 1936). La imposibilidad real de valorizar *todas* las emisiones internacionales de títulos, y *todo* el dinero creado por la expansión del crédito bancario extrafronterizo, acentúa la volatilidad de los flujos de capital especulativo.

La integración mundial de los mercados financieros, que la misma desregulación y las innovaciones tecnológicas han hecho posible, impide aislar una crisis de deflación de deudas en el mercado en que inicialmente se produce (Mishkin 1993); el contagio de otras plazas, y la pérdida generalizada de confianza en los instrumentos financieros, pueden poner en peligro la estabilidad de la economía mundial.

La crisis mexicana de 1994, y la reciente crisis de los países del sudeste asiático, son ejemplos ilustrativos de estos procesos. Las fugas masivas de capitales y las violentas pérdidas de reservas internacionales que sufren los bancos centrales de estos países durante una crisis bursátil, los lleva de la mano a la crisis de balanza de pagos, pues deteriora la calificación de sus obligaciones en los mercados internacionales de capital, y les impide recibir los financiamientos y refinanciamientos requeridos para estabilizar sus mercados financieros internos. A su vez, la degradación de sus obligaciones compromete la solvencia de los tenedores de éstas, particularmente de bancos e inversionistas institucionales, quienes al reestructurar sus portafolios



acentúan la corrida, no sólo del mercado inicialmente afectado, sino de los mercados de la zona de posible repercusión.

### El poder de la banca trasnacional

Las crisis de deflación de deudas se presentan con más frecuencia e intensidad en los países en desarrollo, pues la falta de confianza en sus monedas y su limitado acceso a fuentes de liquidez internacional las hace sumamente vulnerables a la especulación. Los países más industrializados, sin embargo, también están siendo víctimas del crecimiento desregulado del financiamiento internacional en sus monedas.

Del crédito internacional total mundial, sólo una cuarta parte se otorga en la moneda del país en el que se ubica el banco prestamista; las restantes tres cuartas partes son eurocréditos (ver Cuadro 1).

El tamaño que han alcanzado los euromercados de crédito y valores hace que las operaciones en ellos perturben los mercados financieros nacionales de los países con moneda de reserva. El mercado de eurodólares equivalía en 1996 a dos terceras partes del saldo del crédito bancario interno total de Estados Unidos, y era dos veces superior al dinero en circulación en ese país (ver Cuadro 2). El acervo de títulos internacionales denominados en dólares ascendía en 1995 a 985 000 millones de dólares, que significaba dos veces la base monetaria de Estados Unidos (cerca del 80% del dinero<sup>2</sup> en circulación). (Ver Cuadro 2)

La capacidad de intervención de las autoridades monetarias en los euromercados es muy limitada. Juntas las variaciones de la base monetaria de los tres principales países con moneda de reserva, Estados Unidos, Japón y Alemania, medidas en dólares, han representado apenas un 13% de la expansión del crédito internacional en el periodo 1990-1996, y un 9% de las colocaciones internacionales de títulos, como puede apreciarse en la Gráfica 1.

Las reservas internacionales de los bancos centrales de los países industrializados, aún tomadas en conjunto, son demasiado pequeñas para oponerse a las fuerzas del mercado. En

2 Billetes y monedas en circulación más depósitos a la vista.

1995 equivalían a menos de un 5% del saldo del financiamiento internacional (crédito y valores).

Por añadidura, la eficacia de las intervenciones de las autoridades monetarias se ha visto mermada por un aumento en la elasticidad de la demanda y la oferta de recursos financieros respecto a las tasas de interés, como resultado de la desregulación y la creciente integración de los mercados financieros, que permite tanto a los emisores como a los ahorradores “escapar” de los mercados nacionales cuando las condiciones en los mercados externos son más favorables (Radecki y Reinhart 1989).

Dado que la captación de recursos en los euromercados es competitiva con la captación en los mercados financieros nacionales de los países con moneda de reserva, las operaciones en los primeros afectan a los segundos, y pueden ocasionar importantes movimientos internacionales de capital.

Adicionalmente, los países con moneda de reserva enfrentan los riesgos de la compensación final de los euromercados. Si bien éstos han propiciado el establecimiento de cámaras de compensación fuera de los países de origen de las monedas de reserva, en última instancia está claro que un faltante en la cámara de compensación extraterritorial se ajusta en el país de origen de la moneda que se trate. Esto puede causar graves trastornos a su sistema nacional de pagos, pues los sobregiros que las cámaras de compensación permiten a sus bancos a lo largo de un día son enormes y no están colateralizados; para tener una idea del riesgo que esto entraña, baste considerar que únicamente los sobregiros a lo largo de un día de FEDWIRE, una de las dos cámaras de compensación de operaciones internacionales en dólares, equivalen al doble de los recursos del sistema bancario de Estados Unidos (Aglietta, 1996).

Se tiene así que, contrario a lo que sucedía cuando los euromercados surgieron (a fines de los años cincuenta), las variaciones de las tasas de interés nacionales de los países con moneda de reserva se ven determinadas por las tasas de interés en los mercados extraterritoriales de sus monedas. Las innovaciones financieras en estos mercados, y las demandas de recursos que enfrentan, pueden llevar a elevaciones o contracciones en las tasas de interés ofrecidas, y a través de la consabida secuela de flujos internacionales de capital, forzar a las autoridades monetarias de los países de origen de las

monedas a seguir la tendencia del mercado desregulado. La Gráfica 2 muestra la relación inversa que existe entre las colocaciones internacionales de bonos y la base monetaria conjunta de Estados Unidos, Japón y Alemania (G-3).

Pruebas de causalidad de Granger realizadas sobre estas dos series indican que la base monetaria es la variable dependiente. En el Cuadro 3 se muestran los resultados obtenidos con datos anuales del periodo 1973-1996, aplicando de 1 a 4 rezagos. La probabilidad de que los bonos *no causen* a la base monetaria del G-3 (en el sentido de Granger) es menor al 2% en los cuatro rezagos explorados, por lo que se acepta la hipótesis alternativa. En contraste, la probabilidad de que la política monetaria de los países más industrializados *no cause* las colocaciones internacionales de bonos (en el sentido de Granger) es demasiado grande, en los cuatro casos calculados, para que la hipótesis nula sea rechazada.

Si relacionamos la base monetaria del G-3 con el crédito extrafronterizo concedido por los bancos comerciales de todo el mundo, a fin de obtener una aproximación al multiplicador monetario de la banca internacional, encontramos que, al igual que sucede con la colocación de bonos, las variaciones del multiplicador tienden a anteceder en el tiempo a las variaciones de la base monetaria, y no a la inversa como sucede en los sistemas financieros nacionales regulados. En el Cuadro 4 se presentan los resultados de las pruebas de causalidad aplicadas con 1 a 4 rezagos. Ahí puede observarse que la probabilidad de que el multiplicador del crédito internacional *no sea causado* por las variaciones de la base monetaria del G-3 es demasiado alta en todos los casos para rechazar la hipótesis nula; en tanto que la probabilidad de que la base monetaria del G-3 *no sea causada* por el multiplicador es baja, particularmente con rezagos de 2 a 4 periodos, lo que llevaría a considerar la hipótesis alternativa.

Lo expuesto nos lleva a la conclusión de que los intermediarios financieros internacionales han adquirido un poder supranacional, cuyos límites es preciso investigar. A continuación analizaremos los efectos que para la economía mundial puede tener la aparición de un conflicto entre los intereses de este poderoso sector, y los objetivos de la política monetaria de los países más industrializados.

## Efectos de la política monetaria de los países industrializados en la economía mundial

El sistema monetario internacional de Bretton Woods buscaba adecuar las políticas de los países proveedores de moneda de reserva a las necesidades de una economía mundial en crecimiento. De manera especial, se proponía acrecentar el comercio internacional como vía para elevar el ingreso y el empleo. A este fin estaban orientados los tipos de cambio fijos, y los mecanismos de ajuste de pagos previstos entre las naciones.

El actual sistema monetario internacional no responde a los mismos objetivos. Hemos visto que la creación de medios de pago internacionales ha crecido en forma desproporcionada en relación con el comercio internacional. De hecho, las pruebas de causalidad indican que no existe relación entre estas dos variables (ver Cuadro 5).

Asimismo, hemos señalado que el establecimiento de tipos de cambio flexibles, y la desvinculación del sistema monetario internacional respecto a un activo externo de reserva, han favorecido la especulación en gran escala, lo que se ha traducido en una declinación de la inversión productiva en términos relativos, y una reducción en el ritmo de crecimiento del ingreso mundial; ambos fenómenos obviamente relacionados.

El hecho de que la generación de liquidez internacional por la banca privada se canalice hacia actividades especulativas en detrimento del financiamiento de la economía real mundial, y que los gobiernos de los países más adelantados se vean limitados para expandir el crédito en sus propias monedas —por el riesgo de enfrentar fugas de capitales a los euromercados—, da lugar a que aparezcan situaciones críticas, cuando el ingreso real mundial y el comercio internacional crecen por encima de su nivel de tendencia. En estas circunstancias, las demandas de recursos a los mercados financieros internacionales aumentan, y tienden a elevar las tasas de interés. Esto, como hemos visto, obliga a los países con moneda de reserva a limitar la expansión de su base monetaria, restringiendo la liquidez internacional en los momentos en que más convendría aumentarla.

Viendo el explosivo crecimiento de los flujos de financiamiento internacional, no es de extrañar que los países con moneda de reserva antepongan las políticas de estabilización

cambiaría respecto a otros compromisos de cooperación internacional; esto es así, particularmente en aquellos países altamente dependientes de los ingresos por exportaciones, o cuyos costos de producción se ven significativamente afectados por los precios de los insumos importados. En economías con elevado grado de apertura, como la alemana, el banco central no duda en contravenir las prescripciones de la ortodoxia monetarista, y afloja o endurece su política monetaria cuando percibe que el movimiento internacional de capitales lo aleja de su posición competitiva en los mercados mundiales (Kregel 1996).

La evolución de los euromercados condiciona las políticas de los países con moneda de reserva, obligando a sus bancos centrales a intervenir en su respectivo mercado monetario para sostener la paridad de sus monedas. Cuando en el mercado paralelo extraterritorial las tasas de interés se elevan, por presiones del mercado desregulado, la autoridad monetaria no tiene otro recurso que restringir su oferta de reservas y forzar un alza en las tasas de interés domésticas, so pena de sufrir fugas de capitales.

La integración de los mercados financieros que la desregulación ha traído consigo obliga a los países a adherirse a las tendencias del mercado, pues de otra manera perderían reservas internacionales y/o se verían obligados a modificar sus tipos de cambio, lo que finalmente repercutiría en sus principales objetivos macroeconómicos.

Así, una tendencia alcista en las tasas de interés de los mercados desregulados, como la que se presenta cuando la economía mundial crece o el comercio internacional se profundiza, lleva aparejada una contracción de la base monetaria mundial.

Lo anterior puede conducir a dos situaciones sumamente graves para la estabilidad de la economía mundial. Una de ellas es que los bancos con actividades internacionales sustituyan, en su hoja de balance, las disponibilidades perfectamente líquidas en divisas (e.g. depósitos a la vista en monedas de reserva) por títulos privados de muy corto plazo en moneda extranjera, en tanto continúan expandiendo el financiamiento en esas monedas. En este caso, las tasas de interés subirían menos, pero el riesgo sistémico del mercado financiero internacional se elevaría, pues una deflación de títulos, en caso de presentarse, dañaría fuertemente la solvencia bancaria.

Una segunda alternativa es que los bancos contraigan el crédito, y esto precipite la temida deflación de títulos.

Así pues, en tanto que una política monetaria restrictiva por parte de los países más industrializados puede causar una crisis mundial por deflación de títulos, la aplicación de políticas monetarias expansivas expone a cada uno en lo individual a fugas de capitales hacia el euromercado, con la consiguiente contracción en su inversión productiva y en su ingreso.

### **Desregulación financiera e inestabilidad económica mundial**

La desregulación financiera no sólo ha sido disfuncional al crecimiento del ingreso mundial, sino que también ha tendido a acentuar los desequilibrios de balanza de pagos entre las naciones.

A principios de los años setenta, se creía que el establecimiento de tipos de cambio flexibles y una mayor movilidad internacional del capital serían suficientes para inducir el ajuste rápido de los desequilibrios comerciales. Sin embargo, el vertiginoso crecimiento de los flujos de capital internacional ha tenido el perverso efecto de prolongar, y aún iniciar esos desequilibrios (BPI 1990). Debido al gran peso que los flujos de capital internacional tienen en las balanzas de pagos, los tipos de cambio se encuentran ahora más vinculados a las tasas de interés que a los diferenciales de precios, o al saldo de la balanza comercial. A esto se suma la lentitud con que responden los flujos de comercio a variaciones en los precios relativos, en contraste con el rápido efecto de los diferenciales en tasas de interés sobre las corrientes de capital.

En la actualidad, los tipos de cambio se han desviado de su función de corregir déficits de comercio. Los abundantes flujos de capital inducen a los países industrializados que tienen superávit comercial a aplicar políticas de estabilización; en tanto que los países en desarrollo con déficit comercial pueden permitir la sobrevaluación de sus monedas, apoyados en el endeudamiento externo.

El sistema monetario internacional vigente desde los años setenta genera liquidez internacional por encima de las necesidades del comercio mundial, y no contempla mecanismos automáticos para el ajuste de paridades. La gestación de déficits en cuenta

corriente que no son automáticamente ajustables (BPI 1990), y la emisión de obligaciones financieras que no guardan proporción con la capacidad productiva de la economía mundial, lleva a situaciones críticas cuando, por alguna razón coyuntural, la confianza de los inversionistas en un país, en una moneda, o en un conjunto de intermediarios financieros se debilita.

La autonomización financiera genera inestabilidad económica mundial no sólo por la desproporción que se da entre los activos financieros externos emitidos y las corrientes de ingreso y de comercio internacional, sino porque no existe correspondencia en las monedas de denominación de los flujos financieros y los flujos reales.

En tanto que el comercio mundial de productos elaborados se lleva usualmente a cabo en la moneda del país exportador, las transacciones financieras se realizan en las monedas que ofrecen menores costos de transacción. Estos costos dependen de la profundidad de sus mercados, de la disponibilidad de mecanismos de cobertura y arbitraje en ellas, de la variedad de instrumentos de inversión que ofrezcan, etc. Estas cualidades las adquiere la moneda del país que llega a ser hegemónico en el comercio internacional, y no las pierde aunque su economía se deteriore, pues las redes financieras mundiales, una vez establecidas, tienden a permanecer (Aglietta y Deusy-Fournier 1995).

Cuando la economía del país de origen de una moneda hegemónica se debilita, la moneda continúa usándose internacionalmente, pero el país debe pagar mayores tasas de interés para sostener su paridad cambiaria frente a otras monedas. Esto implica fluctuaciones en el valor de mercado de los instrumentos denominados en esa moneda, y ajustes de portafolio de los inversionistas poseedores de esos activos.

Actualmente, un 35% del acervo de títulos internacionales está denominado en dólares de Estados Unidos, y un 54% del crédito internacional se otorga en esa moneda (ver Cuadro 6), aún cuando Estados Unidos participa con sólo un 15% de las exportaciones mundiales, y registra un déficit en cuenta corriente cercano a los 160 000 millones de dólares.

La inestabilidad cambiaria y la volatilidad de las tasas de interés en el mercado del dólar afectan a la economía mundial, exacerbando la movilidad del capital internacional especulativo.

### **Fragilidad financiera a niveles micro y macroeconómicos**

Durante la década de los ochenta, la desregulación financiera condujo a un incremento tanto de la oferta como de la demanda de títulos. La eliminación de restricciones a la actividad bursátil en prácticamente todo el mundo se vio acompañada por una mayor competencia entre los intermediarios financieros bancarios y no bancarios, el desarrollo de nuevas formas de captación de ahorros a través de fondos de inversión, una tendencia a la privatización de los sistemas de seguridad social, y un auge en las actividades de seguros, que favorecieron la titularización de los créditos y la inversión financiera institucional (Toporowski 1993).

La expansión incontrolada del crédito bancario extraterritorial, y las innovaciones financieras que dieron mayor liquidez a los títulos (i.e. productos financieros derivados), contribuyeron a valorizar rápidamente las emisiones, dando temporalmente la impresión de que la autonomización del sector financiero respecto a la economía real era posible. El crac bursátil de 1987, y la crisis japonesa de principios de los noventa, mostraron la inviabilidad de esa pretendida autonomía en los países industrializados; la crisis mexicana de 1994, y más recientemente la crisis asiática de 1997, han revelado lo mismo en las economías emergentes.

La evidencia empírica indica que la desregulación financiera induce un proceso de deterioro de los activos de las instituciones financieras, que las conduce a crisis de insolvencia (Aglietta 1996, Mishkin 1993, Kregel 1997, Chick 1988, Minsky 1986). Esquemáticamente, la secuencia es como sigue:

- a) Inicialmente, los bancos expanden el crédito sin la restricción de la liquidez del banco central, fondeándose en los euromercados; en esta forma, sustituyen sus reservas líquidas por valores de rápida realización.
- b) La competencia de los intermediarios financieros no bancarios, que conceden financiamiento a menores costos que los bancos debido a que transfieren al tenedor de los títulos parte del riesgo crediticio, obliga a los bancos comerciales a restringir sus márgenes de ganancia, dificultando la constitución de reservas precautorias.



- c) La elevación de las tasas de interés que la liberalización conlleva, induce una selección adversa de clientes por parte de las instituciones financieras; es decir, éstas se ven precisadas a aceptar deudores que están dispuestos a pagar costos financieros mayores, porque sus actividades conllevan mayores riesgos y rendimientos. Frecuentemente, estas actividades están asociadas a la especulación con activos financieros.
- d) Las instituciones creadas para el seguro de depósitos inducen a los bancos a incurrir en riesgo moral, otorgando créditos con colateral dudoso, confiados en el rescate de la autoridad monetaria.
- e) Las altas tasas de interés, y la elevada rentabilidad de las actividades especulativas, desalientan la actividad productiva, impidiendo la generación de ingresos que validaría las estructuras de deudas existentes.
- f) Tiende a aumentar la proporción de la cartera vencida respecto a la cartera vigente de las instituciones financieras; esto limita la expansión del crédito y reduce el ritmo de la valorización de los activos financieros.
- g) Las menores ganancias de capital con activos financieros impiden el cumplimiento de las obligaciones contraídas por otros deudores. Las instituciones financieras enfrentan problemas de liquidez con sus carteras de valores, además de los problemas de cartera vencida.
- h) La reducción en el ritmo de la capitalización puede llevar a fugas masivas de capitales del mercado financiero local, complicando la crisis bursátil con una crisis cambiaria; esta agrava la posición de liquidez de los bancos, elevando sus pasivos en moneda extranjera al mismo tiempo que enfrentan un proceso de desintermediación financiera.
- i) El debilitamiento de la solvencia bancaria dificulta la renovación de las líneas interbancarias de crédito, precipitando la amortización de créditos a corto plazo en moneda extranjera; esto complica aún más la crisis cambiaria, forzando al país a una mayor devaluación de su moneda.
- j) Juntas la restricción crediticia y la devaluación monetaria deprimen aún más la expansión del ingreso, agravando la cartera vencida de las instituciones financieras, en un proceso recursivo.

Dado que el sistema de pagos es considerado un bien colectivo, la crisis de solvencia bancaria lleva a un rescate de las instituciones financieras con recursos del erario nacional, y apoyos financieros del exterior asumidos como deuda pública.

El proceso de desregulación financiera tiende a incrementar el endeudamiento público por dos vías. Una de ellas es a través de la sustitución de reservas líquidas (i.e. depósitos a la vista) por reservas de valores gubernamentales en las hojas de balance de las instituciones financieras. La segunda vía es a través de la asunción de pasivos bancarios en operaciones de rescate.

Hemos señalado que una manera en que los gobiernos de los países más industrializados se defienden del embate de los mercados extraterritoriales en sus monedas es elevando las tasas de interés domésticas. También hemos hecho referencia a que los bancos se han liberado de las restricciones de liquidez de los bancos centrales sustituyendo sus reservas líquidas con valores de rápida realización en las principales monedas de reserva. Dado que los títulos de mayor calidad en cualquier moneda son siempre los valores gubernamentales, ambas estrategias implican la colocación de grandes volúmenes de deuda gubernamental de los países industrializados. Esto limita fuertemente la capacidad de la política fiscal para promover el crecimiento del ingreso que se requiere para dar cumplimiento a las estructuras de deudas generadas con la desregulación financiera (BPI 1993).

La relación entre la deuda gubernamental de Estados Unidos y su ingreso nacional aumentó de 27% en 1975 a 51% en 1996. Esta misma relación, en Alemania, pasó de 10% en 1975 a 37% en 1995; y en Japón subió de 16% en 1975 hasta más de 60% en 1987, antes de la crisis financiera, para luego descender a 45% en 1993 (ver Cuadro 7).

El rápido crecimiento de la deuda gubernamental de los países con moneda de reserva es una contrapartida de la contención de su base monetaria; ambos fenómenos están asociados al gran tamaño alcanzado por los mercados extraterritoriales en sus monedas. La sustitución de reservas líquidas por valores gubernamentales, en las carteras de los intermediarios financieros internacionales, sirve de base a la expansión del crédito en monedas de reserva, y también constituye

un refugio cuando aumenta el riesgo de los préstamos al sector privado y los bancos buscan mejorar la calidad de sus activos.

La deuda gubernamental de los países más industrializados es así un sustituto de su base monetaria, la cual ha de mantenerse restringida para sostener tasas de interés competitivas, que eviten las fugas de recursos de sus mercados financieros nacionales hacia los euromercados. Esta política financiera para defenderse de los mercados extraterritoriales tiene un elevado costo fiscal, ya que los gobiernos de esos países están remunerando las reservas de los mercados desregulados, los cuales están creciendo mucho más aceleradamente que sus economías.

Adicionalmente, y dado que el sistema nacional de pagos es un bien colectivo, los gobiernos de los países industrializados se ven comprometidos a apoyar con recursos fiscales a sus intermediarios financieros, cuando la excesiva exposición al riesgo los lleva a situaciones de insolvencia. En forma un tanto paradójica, la desregulación financiera, que aboga por la libertad de los mercados, ha tenido que ir acompañada de un mayor número de intervenciones de los bancos centrales como prestamistas de última instancia, para evitar el colapso de los precios de los activos que se presentaría si éstos se dejaran a las libres fuerzas del mercado (Minsky 1986).

El compromiso de la política fiscal con la estabilización del sector externo, en las economías más industrializadas, impide que éstas cumplan con su responsabilidad de sostener un adecuado nivel de demanda mundial. La persistencia de cuantiosos superávits comerciales en Alemania y Japón, y la insuficiencia de las inversiones externas de Estados Unidos, que registra un enorme déficit de comercio, dificultan el crecimiento de los países menos adelantados, pues éstos dependen en alto grado de sus exportaciones para allegarse divisas, dado que su acceso a los mercados internacionales de capital permanece sumamente restringido.

### **Acuerdos de cooperación financiera internacional**

La desregulación financiera mundial, y el crecimiento vertiginoso de los flujos internacionales de capital especulativo, han conducido a desequilibrios de balanza de pagos que no pueden

ser resueltos con los recursos limitados de las instituciones creadas en Bretton Woods. De hecho, el Fondo Monetario Internacional (FMI) ha experimentado una reducción secular en su tamaño relativo precisamente cuando las necesidades de financiamiento externo contingente han ido en aumento (Buirá 1994); las cuotas que en 1950 representaban 6.9% del comercio mundial, en 1996 apenas equivalían al 2 por ciento.

La insuficiencia de recursos del FMI, y su estructura antidemocrática, que permite a un reducido número de países superindustrializados dominar las votaciones y tomar las decisiones más importantes concernientes a la regulación de la liquidez internacional y a su asignación por países, ha desplazado estas funciones hacia el Banco de Pagos Internacionales (BPI). Esta institución, en la que los países en desarrollo no están representados, es ahora la vía por la cual el Fondo recibe recursos suplementarios para atender las necesidades de financiamiento de balanza de pagos de aquellos países cuyos desequilibrios pueden poner en peligro la estabilidad del sistema financiero mundial.

El BPI ha servido como instancia extraoficial para llegar a acuerdos de colaboración entre los gobiernos de los países del Grupo de los Diez en cuestiones de finanzas internacionales, y como órgano de regulación de los intermediarios financieros internacionales.

Si bien los países industrializados pueden verse individualmente en problemas por la operación de los mercados extraterritoriales en sus monedas, es indudable que, como grupo, obtienen beneficios de señoreaje en la emisión de dinero mundial. Su emisión primaria de moneda, sus títulos de deuda pública y los pasivos de sus instituciones financieras son aceptados por la comunidad internacional como medios de pago y depósitos de valor. La gestión del BPI contribuye a mantener este privilegio, y a distribuir la carga de responsabilidades entre los países con moneda de reserva, cuando el riesgo sistémico en los mercados financieros internacionales se eleva.

Dado que la desregulación ha traído aparejada una mayor integración de los mercados financieros, es en el interés de todos los bancos centrales el llegar a acuerdos de cooperación que impidan que la crisis en un mercado se propague a otros. Para este fin, el BPI ha comenzado por proponer una estandari-

zación de las regulaciones bancarias nacionales (Acuerdos de Basilea), la cual ha sido aceptada de buen grado por los gobiernos de los países industrializados, ante la dificultad de asignar entre los bancos centrales las responsabilidades de intervención como prestamista de última instancia en los euromercados (Mishkin 1993, Siegman 1994, Correa 1996).

La coordinación de políticas macroeconómicas entre los países del Grupo de los Siete también ha contribuido a reducir la inestabilidad financiera mundial, producto de la desregulación. Sin embargo, la oposición a aceptar un mecanismo automático de ajuste de paridades entre las principales monedas de reserva, y la persistencia de fuertes desequilibrios comerciales entre las potencias, ocasiona variabilidad en las tasas de interés y es una fuente permanente de inestabilidad en los mercados financieros internacionales. Los compromisos asumidos por los países más industrializados respecto a las bandas de fluctuación permisibles a sus tipos de cambio sólo atenúan, pero no eliminan, la volatilidad de las tasas de interés.

El sistema monetario internacional desvinculado del oro, vigente desde los setenta, no ha logrado resolver los tres problemas fundamentales de generación adecuada de liquidez internacional, ajuste equitativo de desequilibrios de pagos y crecimiento sostenido del ingreso mundial. Por el contrario, hemos visto que el acuerdo monetario internacional actual lleva a una generación excesiva de medios de pago internacionales, promueve desequilibrios de balanza de pagos de proporciones insospechadas, y ha reducido el ritmo de crecimiento de la inversión y el ingreso global.

La desregulación financiera también ha acentuado la dependencia de las naciones en desarrollo respecto de los países con moneda de reserva y los centros financieros internacionales. La apertura de sus sistemas financieros a las turbulencias del mercado internacional de capitales ha tendido a generar desequilibrios en cuenta corriente que devienen en crisis financieras, una vez que los flujos especulativos de capital revierten su tendencia (Cambiaso 1993). La elevada condicionalidad de los apoyos financieros de emergencia que reciben, tanto del FMI como del BPI y de los gobiernos de los países más industrializados, las lleva a una rápida integración subordinada al país monetariamente hegemónico del que dependen en mayor

medida (Mántey 1996). Los beneficios comerciales de la negociación de la condicionalidad entre el gobierno del país deudor y el FMI se evidencian en la participación del país hegemónico referido en los programas de rescate; las cuotas asignadas a cada país con moneda dura en los programas de apoyo gestionados por el FMI, revelan los beneficios potenciales de la condicionalidad impuesta sobre la nación en crisis.

La naturaleza eminentemente especulativa que muestran los desequilibrios de balanza de pagos de los países en la actualidad, está favoreciendo la realización de acuerdos regionales de cooperación económica y financiera. Las tendencias mundiales apuntan hacia la constitución de un sistema monetario internacional bipolar, dominado por el euro y el dólar,<sup>3</sup> y caracterizado por compromisos de integración económica y cooperación financiera al interior de cada área monetaria (Padoa-Schioppa 1988, Morales 1997, Chapoy 1998).

No obstante que este sistema representa un avance respecto a la situación actual de desprotección ante los flujos internacionales de capital especulativo en que se encuentran los países, especialmente los de menor desarrollo, no resuelve los problemas de fondo que presenta el sistema monetario internacional actual. La discrecionalidad que todavía permite a los países con moneda de reserva en cuanto a sus políticas macroeconómicas, y la generación de liquidez internacional en cantidades adecuadas al crecimiento sostenido de la economía mundial (i.e. sin deficiencias ni excesos), son cuestiones pendientes que deberían ser motivo de una conferencia mundial, en la que participaran de manera democrática todas las naciones.

### Una propuesta funcional a los países en desarrollo

El sistema monetario bipolar, que se viene conformando en las relaciones financieras internacionales, ha marginado íntegramente a los países en desarrollo de las decisiones respecto a la generación de liquidez internacional y su distribución por países.

Si bien los convenios monetarios internacionales siempre han sido antidemocráticos, la situación actual representa un

<sup>3</sup> Agradezco a un árbitro anónimo su comentario sobre este punto.

retroceso sensible respecto a los acuerdos de Bretton Woods de 1945, y aún respecto a los acuerdos de Jamaica de 1976.

Es evidente que la desregulación financiera ha rebasado la viabilidad política de las instituciones de Bretton Woods. Los problemas monetarios internacionales actuales son muy diferentes de los que se tenían hace medio siglo; lejos de enfrentar una falta de liquidez internacional, la economía mundial hoy padece por un exceso de activos financieros denominados en monedas de reserva, que cumplen funciones de dinero internacional. La destrucción de esta riqueza en papel obviamente entraña conflictos de poder, además de los económicos.

Hemos advertido, en líneas anteriores, sobre el poder alcanzado por la banca internacional, la cual condiciona ahora las políticas de los gobiernos de los países más industrializados. También nos hemos referido a la necesidad que tienen esos gobiernos de apoyar a sus instituciones financieras, a fin de preservar sus sistemas de pagos, los cuales son sin duda un bien público. Pero no escapa a nadie que en la situación actual, las ganancias de la intermediación son privadas, en tanto que las pérdidas se asumen por la sociedad en su conjunto. Así pues, cabe esperar que, en sistemas democráticos, la sociedad civil vaya presionando a sus respectivos gobiernos a modo de regular las actividades de sus instituciones financieras; y que esta tendencia, a nivel mundial, genere condiciones políticas que permitan replantear los objetivos del sistema monetario internacional.

En este sentido, convendría que los países en desarrollo tuvieran una mayor iniciativa, y se adelantaran a las estrategias del Banco de Pagos Internacionales, para resolver los problemas actuales de crisis financieras en un foro más democrático, como podría ser la ONU. Incluso convendría que, antes de que se apruebe la derogación del Artículo VI del Convenio Constitutivo del FMI —referente a la posibilidad que tiene un país miembro de implantar controles a los flujos de capitales cuando éstos responden a presiones especulativas—, como pretende el Grupo de los Siete, el Grupo de los 24 adelante propuestas tendientes a restablecer las funciones de regulación de la liquidez internacional originariamente asignadas al FMI y al Banco Mundial.

En la situación actual de las economías alemana y japonesa, caracterizadas por lento crecimiento y aún estancamiento, fuerte desempleo, elevado endeudamiento público y bajas presiones inflacionarias, es posible que prosperaran iniciativas que retomaran los objetivos planteados hace medio siglo en Bretton Woods. La liberación de la política fiscal de su compromiso con la estabilidad del sector externo, y su orientación al logro del equilibrio interno, sería bien recibida por las uniones de trabajadores, el comercio y la industria doméstica, no sólo en estos países, sino también en otros como Estados Unidos y Gran Bretaña, que muestran mayor crecimiento del ingreso y el empleo, pero que se ven comprometidos a participar en paquetes multimillonarios de apoyo financiero de emergencia para otras economías en crisis.

En este breve espacio esbozaremos tres posibles líneas de acción, encaminadas a revigorizar la economía real mundial mediante una penalización a la actividad especulativa, con beneficios diferenciados para los países en vías de desarrollo. Las dos primeras conllevan un retorno a las regulaciones de cartera de los intermediarios financieros internacionales; la tercera revive la idea de una cuenta de sustitución en el FMI, que implicaría extender la disciplina fiscal a los países industrializados, e institucionalizar los acuerdos generales de préstamo.

#### *Encajes en el Euromercado*

La inelasticidad que muestra actualmente la demanda de crédito internacional respecto a las tasas de interés, y las ilimitadas oportunidades de fondeo bancario en los euromercados, obligan a considerar la posibilidad de imponer encajes a los intermediarios financieros internacionales, como una forma de regulación de la liquidez mundial (Correa 1997, Dillon 1997).

Los requisitos mínimos de capitalización bancaria, contenidos en los Acuerdos de Basilea, no han eliminado el riesgo sistémico derivado del deterioro que pueden sufrir los activos bancarios en el curso de un ataque especulativo contra una moneda. El establecimiento de encajes contribuiría a mantener la calidad de las carteras bancarias, y en caso necesario, facilitaría una intervención selectiva de las autoridades monetarias



tendiente a aislar perturbaciones en segmentos específicos del mercado, a través del redescuento (Kregel 1992, Mishkin 1993). Es sabido que las operaciones de mercado abierto, como forma de intervención de carácter general, suelen tener poca influencia para resolver problemas de insolvencia de un intermediario en particular, y no impiden que el desequilibrio se extienda a través del sistema financiero.

La aplicación de encajes, además de elevar la calidad de las carteras bancarias y reducir la expansión del financiamiento internacional, permitiría direccionar el financiamiento hacia los países y las actividades que la comunidad internacional considerara prioritarias.

Los organismos financieros multilaterales podrían cumplir una función muy importante de intermediación y regulación de la liquidez mundial, emitiendo títulos que fueran elegibles como inversiones de cartera obligatoria para los intermediarios privados internacionales, y canalizando esos recursos a los países en desarrollo con problemas de balanza de pagos. De esta forma, el Tercer Mundo podría acceder al financiamiento externo de una manera más equitativa, es decir, acorde con su participación en el comercio mundial.

#### *Reducción de las ganancias de la especulación*

El fenómeno de evicción, es decir, la sustitución de inversiones productivas por inversiones financieras de carácter especulativo, ha sido posible porque la tasa de ganancia del capital invertido en estas últimas es superior a la tasa de ganancia sobre la inversión real. Dado que esta disparidad se presenta a pesar de que los salarios se han mantenido deprimidos en la mayoría de los países (Dillon 1997), es preciso buscar formas de reducir la ganancia especulativa. Al respecto se han propuesto diversos tipos de gravámenes, como el impuesto Tobin sobre operaciones del mercado de cambios, impuestos sobre créditos a no residentes, etc. También se han recomendado medidas tendientes a reducir la movilidad del capital internacional en su búsqueda de oportunidades lucrativas de inversión a corto plazo, estableciendo periodos mínimos de permanencia en un país, y depósitos proporcionales obligatorios en el banco central (Félix 1993).

Una propuesta que parece urgente de atender es la regulación del mercado de productos derivados, eliminando la posibilidad de que los participantes efectúen transacciones sobre el margen, y obligándolos a cubrir el costo total de los contratos (Dillon 1997).

#### *Cuenta de Sustitución de Valores Gubernamentales*

Hemos señalado que la deuda gubernamental de los países con moneda de reserva ha sustituido a las reservas líquidas en las carteras de los intermediarios internacionales, y actualmente sirve de base a la expansión del crédito internacional.

También hemos dicho que, al expandirse en función de las necesidades de los mercados financieros desregulados, esta deuda ha reducido la potencialidad de la política fiscal para resolver los problemas de desempleo y bajo crecimiento del ingreso en los países más industrializados.

Finalmente, hemos visto que la conservación del privilegio de emisión de dinero mundial obliga a los países con moneda de reserva a actuar como prestamistas de última instancia, cuando los desequilibrios externos de un país ponen en peligro al sistema financiero mundial. En estos casos, el BPI en cercana colaboración con el FMI, estructuran mecanismos financieros de emergencia, destinados a satisfacer las necesidades de divisas del país que sufre los embates de la especulación internacional.

Estas demandas de valores gubernamentales de los países más industrializados han conducido a una impresionante acumulación de deuda pública en poder de instituciones financieras internacionales y bancos centrales, la cual cumple de hecho funciones monetarias. La propuesta que se hace es abrir una cuenta de sustitución en el FMI, donde se canjeen esas tenencias de deuda pública de alta calidad por títulos emitidos por los organismos financieros multilaterales, denominados en derechos especiales de giro; la operación se compensaría acreditando a cada país industrializado deudor un depósito en su propia moneda en el Fondo, el cual serviría para dar asistencia de emergencia en su divisa a países con desequilibrios causados por movimientos especulativos de capital, y para remunerar

las tenencias de los nuevos valores expresados en Derechos Especiales de Giro (DEGs).

Para los intermediarios financieros internacionales privados, esta operación significaría el reemplazo de los títulos gubernamentales de los países con moneda de reserva por títulos de organismos financieros multilaterales, y también un cambio en la moneda de denominación, con consecuencias para sus exposiciones en cada divisa. Dado que el DEG no es una moneda que se use en operaciones comerciales, sino únicamente para transacciones entre bancos centrales, el mecanismo implicaría el establecimiento de un encaje a los intermediarios internacionales privados.

Los bancos centrales podrían operar el mercado secundario de los títulos de los organismos multilaterales, redescantando tenencias de títulos en DEGs a los intermediarios internacionales privados y otorgándoles préstamos en sus propias divisas, lo que implicaría redimir parte de la deuda depositada en el FMI.

El FMI, por su parte, también podría intervenir para estabilizar las tasas de interés en caso necesario, con los recursos de la cuenta de sustitución.

## Conclusiones

1. La desregulación financiera mundial, y la desvinculación del sistema monetario internacional respecto a un activo externo de reserva, han conducido a la generación de activos financieros a un ritmo muy superior al crecimiento del ingreso real mundial y del comercio internacional. Esto crea una imposibilidad física de valorizar todo el papel emitido, lo que ocasiona fuertes flujos de capital especulativo.
2. El financiamiento internacional se dirige hacia los países que ofrecen posibilidades de apreciación a corto plazo de los títulos, lo que no siempre coincide con fundamentos macroeconómicos sólidos.
3. Las nuevas operaciones financieras, y el alto grado de apalancamiento con que se realizan, permiten obtener ganancias especulativas muy superiores a las utilidades que se obtienen del capital invertido en la actividad productiva. Esto está causando el fenómeno de evicción a nivel mundial, o sea

la sustitución de la inversión en planta productiva por la inversión especulativa.

4. Los gobiernos de los países más industrializados, que podrían contribuir a acelerar el crecimiento del ingreso real mundial, se han visto obligados a comprometer su política fiscal en aras de la estabilización del sector externo de sus economías. Dado que sus sistemas financieros locales están siendo crecientemente afectados por la actividad de los mercados extraterritoriales desregulados en sus monedas, ellos han tenido que colocar grandes volúmenes de deuda pública para regular las tasas de interés domésticas a corto plazo.
5. Los desequilibrios financieros internacionales están acelerando la integración subordinada de los países periféricos a las regiones económicas dominadas por el dólar, el yen, y próximamente el euro. Esta polarización de las relaciones financieras internacionales, que es funcional a los intereses de los países más desarrollados, tiene efectos estabilizadores sobre los mercados financieros, pero no resuelve el problema de fondo. Para ello, es preciso: *i*) reducir el ritmo de crecimiento de los euromercados; *ii*) restablecer un diferencial a favor de la ganancia en la actividad productiva sobre la ganancia especulativa, a nivel mundial; y *iii*) promover una absorción de la deuda pública colocada con propósitos de regulación monetaria por los países más desarrollados, a fin de que puedan contribuir a acelerar el crecimiento del ingreso mundial.
6. Los desequilibrios financieros actuales ponen de manifiesto la necesidad de una nueva reforma al sistema monetario internacional, que retome el objetivo del crecimiento económico mundial, y garantice a los países en desarrollo un acceso equitativo a las corrientes internacionales de financiamiento de largo plazo.

Al respecto se proponen tres medidas: *i*) la sustitución de las tenencias bancarias de deuda pública de los países más desarrollados, por valores emitidos por los organismos financieros multilaterales, denominados en DEGs; *ii*) el establecimiento de una cuenta de sustitución de estos valores por depósitos en monedas de reserva en el FMI, contra la cual éste pudiera girar en casos de emergencia para estabilizar mercados financieros; y *iii*) el mantenimiento de las tenencias de

valores de organismos multilaterales en poder de la banca internacional, como un encaje a través del cual se pudieran financiar proyectos de inversión en países en desarrollo.

## Referencias

- Aglietta M. (1996), "Systemic Risk, Financial Innovations, and the Financial Safety Net", en Deleplace, G. y J. Nell (Eds.), *Money in Motion: The Post-Keynesian and Circulation Approaches*, The Jerome Levy Economics Institute Series, Nueva York.
- \_\_\_\_\_ y P. Deusy-Fournier (1995), *International Money: Competition and Organizing Principles*, Mimeo, Universidad X-Nanterre, París, enero.
- Bank for International Settlements (1990), *International Capital Flows, Exchange Rate Determination and Persistent Current Account Imbalances*, Basilea, junio.
- \_\_\_\_\_ (1993), "A Re-examination of the Business Cycle", en *Changes in the Business Cycle and the Implications for Monetary Policy*, Basilea, abril.
- Buira, A. (1994), *Reflexiones sobre el Sistema Monetario Internacional*, CEMLA-Estudios, México.
- Cambiaso, J. (1993), "Síntomas del Mal Holandés por la Cuenta de Capital", *Monetaria*, enero-marzo.
- Correa, E. (1997), "Desregulación Financiera Mundial y Reformas al Sistema Monetario Internacional", ponencia presentada en el Encuentro sobre la Reforma al Sistema Monetario Internacional ante la Globalidad, celebrado en la ciudad de México, el 13 de octubre.
- \_\_\_\_\_ (1996), *Desregulación Financiera Internacional*, Tesis Doctoral, Facultad de Economía, UNAM, México.
- Chapoy, A. (1997), *Hacia un Nuevo Sistema Monetario Internacional*, Mimeo, Instituto de Investigaciones Económicas, UNAM, México.
- Chesnais, F. y C. Serfati (1993), *Mondialisation Financière et Gestion Globale des Actifs par les Groupes à Spécialisation Industrielle*, Université de Paris X Nanterre, Laboratoire de Recherche en Economie Appliquée, UM 31, LAREA 93/2.

- Chick, V. (1988), *The Evolution of the Banking System and The Theory of Monetary Policy*, Mimeo, University College of London, Economics Department Paper.
- Davidson, P. (1988), "A Post-Keynesian View of Theories and Causes for High Real Interest Rates", en Arestis, P. (Ed.), *Post-Keynesian Monetary Economics: New Approaches to Financial Modelling*, Edward Elgar, Aldershot.
- \_\_\_\_\_ (1993), "Reforming the World's Money", *Journal of Post-Keynesian Economics*, Vol. 15, num. 2, invierno 1992-1993.
- Díaz-Alejandro, C. (1985), "Adiós Represión Financiera. ¡Qué tal, Crack Financiero!", en Bendesky, L. (Comp.), *El Papel de la Banca Central en la Actualidad*, CEMLA-Banco de España, México 1991.
- Dillon, J. (1997), *Turning the Tide: Confronting the Money Traders*, Ecumenical Coalition for Economic Justice, Canadian Centre for Policy Alternatives, Ottawa.
- Félix, D. (1993), *Suggestions for International Collaboration to Reduce Distabilizing Effects of International Capital Mobility*, Washington University in St. Louis, Department of Economics Working Paper # 13, febrero.
- \_\_\_\_\_ (1995), *Financial Globalization versus Free Trade*, Washington University (mimeo), octubre.
- Grabel I. (1993), "Fast Money, 'Noisy Growth': A Noise-Led Theory of Development", *Review of Radical Political Economics*, Vol. 25(3).
- Keynes, J. M. (1936), *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica, México, 1951.
- Kregel, J. (1992), "Minsky's 'Two Price' Theory of Financial Instability and Monetary Policy: Discounting versus Open Market Intervention", en Fazzari, S. y B. Papadimitriou (Eds.), *Essays in Honour of Hyman Minsky*, E. Sharpe, Armonk.
- \_\_\_\_\_ (1994), "Capital Flows: Globalization of Production and Financing Development", *UNCTAD Review*, Ginebra.
- \_\_\_\_\_ (1996), "Does the Bundesbank Fight Inflation?", Ponencia presentada en el seminario de ASSA, San Francisco, enero.
- \_\_\_\_\_ (1997), *The Past and Future of Banks*, Mimeo, Universidad de Bolonia.

- Mántey de Anguiano, G. (1996), "Desregulación Financiera y Apertura Externa: Vía Rápida a una Integración Regional Subordinada", *Economía Aplicada*, núm. 27.
- Minsky, H. P. (1982), *Can 'It' happen again? Essays on Instability and Finance*, M. E. Sharpe Inc., Armonk.
- \_\_\_\_\_ (1986), *Global Consequences of Financial Deregulation*, Washington University Working Paper Series, num. 96, septiembre.
- Mishkin, F. S. (1993), "Preventing Financial Crises: An International Perspective", *The Manchester School*, Vol. LXII, 1994 Supplement, Papers in Money, Macroeconomics and Finance.
- Morales E. (1997), *Una Nueva Visión de la Política Internacional de México: Relaciones con la Unión Europea*, UIA-Plaza y Valdés Editores, México.
- Padoa-Schioppa, T. (1988), "¿Hacia un Nuevo Vínculo Ajustable?", en *El SMI en los Próximos 25 Años*, Simposio per Jacobsson 1988, BPI, Basilea.
- Radecki, L. J. y V. H. Reinhart (1989), "The Globalization of Financial Markets and the Effectiveness of Monetary Policy Instruments in the United States", en *International Interest Rate Linkages and Monetary Policy*, Bank for International Settlements, Basilea.
- Siegman, Ch. J. (1994), "The Bank for International Settlements and the Federal Reserve", *Federal Reserve Bulletin*, Vol. 80, octubre.
- Toporowski, J. (1993), *The Economics of Financial Markets and the 1987 Crash*, Edward Elgar, Aldershot.

CUADRO 1  
CRÉDITO BANCARIO EXTERNO MUNDIAL  
(Miles de Millones de Dólares)

Periodo	Crédito Externo Total Mundial (a)	Crédito Externo en Moneda Extranjera (b)	Participación % (c)=(b/a)*100
1977-1983	10 271.1	6 462.8	62.9
1985	2 512.7	1 817.2	72.3
1987	4 157.2	3 005.1	72.3
1993	6 513.5	4 726.2	72.6
1994	7 110.9	5 257.9	73.9
1995	8 072.6	5 951.9	73.7
1996	8 299.6	6 088.2	73.4

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, *International Banking and Financial Developments*, varios años.



CUADRO 2  
CRÉDITOS EXTERNOS EN DÓLARES  
(Miles de Millones de Dólares)

Años	ESTADOS UNIDOS			MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES			
	Crédito Interno	Dinero	Base Monetaria	Crédito Externo en Dólares	Créditos Ext. Otros PI's en Dólares	Créditos de CFT's en PED (1)	Total Crédito Extraterritorial en Dólares
1984	3 200.2	586.0	205.6	398.7	778.9	510.8	1 289.7
1985	3 517.3	655.0	226.1	401.6	862.9	579.9	1 442.8
1986	3 860.1	776.1	260.1	444.7	1 050.5	710.2	1 760.7
1987	4 180.0	486.2	272.0	459.9	1 235.7	929.9	2 165.6
1988	4 472.0	820.1	287.0	491.1	1 325.7	1 045.8	2 871.5
1989	4 641.1	890.9	288.8	535.7	1 564.7	1 288.5	2 808.2
1990	4 704.3	925.1	325.6	512.3	1 729.0	1 445.2	3 174.2
1991	4 707.0	1 004.4	337.2	513.9	1 699.1	1 485.3	3 124.4
1992	4 829.3	1 121.9	366.8	496.5	1 719.5	1 474.3	3 193.8
1993	5 025.9	1 231.0	400.2	482.5	1 795.9	1 485.0	3 230.3
1994	5 300.1	1 232.0	434.6	477.4	1 845.8	1 679.0	3 524.8
1995	5 674.7	1 220.9	453.8	526.1	2 047.0	1 790.0	3 637.0
1996	6 006.4	1 240.7	475.2	600.7	2 116.3	1 782.1	3 898.4

(1) Debido a que no se cuenta con información completa sobre la moneda de denominación de los préstamos externos de los bancos ubicados en centros financieros internacionales (CFT's) en países en desarrollo (PED), se supone que en su totalidad se realiza en dólares. Las cifras de 1973 a 1979 así lo indican. En 1993, la proporción fue del 99.0%, y en 1994 de 98.7%.

FUENTES: FMI, *Estadísticos Financieros Internacionales*, Anuarios. BPI, *International Banking Developments*, varios años.

\* \* \*

CUADRO 3  
PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER  
Datos anuales del periodo 1973-1996

Hipótesis Nula 1 rezago	Estadístico F	Probabilidad
Colocaciones de bonos internacionales no son causadas por la base monetaria del G-3 (*)	0.067734	0.7975
Base monetaria del G-3 no es causada por colocaciones de bonos internacionales	6.642073	0.0185
<i>Hipótesis Nula 2 rezagos</i>		
Colocaciones de bonos internacionales no son causadas por la base monetaria del G-3	0.749010	0.4887
Base monetaria del G-3 no es causada por colocaciones de bonos internacionales	13.84539	0.0003
<i>Hipótesis Nula 3 rezagos</i>		
Colocaciones de bonos internacionales no son causadas por la base monetaria del G-3	1.597215	0.2380
Base monetaria del G-3 no es causada por colocaciones de bonos internacionales	9.499374	0.0014
<i>Hipótesis Nula 4 rezagos</i>		
Colocaciones de bonos internacionales no son causadas por la base monetaria del G-3	1.220259	0.3618
Base monetaria del G-3 no es causada por colocaciones de bonos internacionales	5.586948	0.0126

(\*) Series estacionarias en primeras diferencias.

\* \* \*

CUADRO 4  
PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER  
Datos anuales del periodo 1970-1996

<i>Hipótesis Nula 1 rezago</i>	<i>Estadístico F</i>	<i>Probabilidad</i>
Multiplicador estimado no es causado por la base monetaria del G-3 (*)	0.207069	0.6535
Base monetaria del G-3 no es causada por el multiplicador	2.336231	0.1406
<i>Hipótesis Nula 2 rezagos</i>		
Multiplicador estimado no es causado por la base monetaria del G-3 (*)	0.269486	0.7666
Base monetaria del G-3 no es causada por el multiplicador	5.295085	0.0149
<i>Hipótesis Nula 3 rezagos</i>		
Multiplicador estimado no es causado por la base monetaria del G-3 (*)	0.370455	0.7754
Base monetaria del G-3 no es causada por el multiplicador	3.574459	0.0376
<i>Hipótesis Nula 4 rezagos</i>		
Multiplicador estimado no es causado por la base monetaria del G-3 (*)	1.038935	0.4243
Base monetaria del G-3 no es causada por el multiplicador	2.723355	0.0758

(\*) Las series resultaron estacionarias en primeras diferencias.

CUADRO 5  
PRUEBAS DE CAUSALIDAD DE GRANGER  
Datos anuales del periodo 1970-1996

<i>Hipótesis Nula 1 rezago</i>	<i>Estadístico F</i>	<i>Probabilidad</i>
Exportaciones mundiales no son causadas por crédito externo bancario	1.647122	0.2127
Crédito externo bancario no es causado por exportaciones mundiales	0.296184	0.5918
<i>Hipótesis Nula 2 rezagos</i>		
Exportaciones mundiales no son causadas por crédito externo bancario	0.735978	0.4922
Crédito externo bancario no es causado por exportaciones mundiales	0.063426	0.9387
<i>Hipótesis Nula 3 rezagos</i>		
Exportaciones mundiales no son causadas por crédito externo bancario	0.507801	0.6825
Crédito externo bancario no es causado por exportaciones mundiales	0.184757	0.9052
<i>Hipótesis Nula 4 rezagos</i>		
Exportaciones mundiales no son causadas por crédito externo bancario	0.345581	0.8424
Crédito externo bancario no es causado por exportaciones mundiales	1.207303	0.3542

(\*) Series estacionarias en primeras diferencias

CUADRO 6  
ACERVO DE BONOS INTERNACIONALES EMITIDOS  
*Miles de Millones de Dólares*

Años	Total	Denominados en Dólares	%
1982	259.1	145.5	56
1985	556.7	314.8	57
1987	990.8	425.8	43
1988	1085.4	469.9	43
1991	1651.4	645.3	39
1992	1687.2	680.5	40
1993	1849.8	722.2	39
1994(*)	2453.7	914.6	37
1995(*)	2803.3	984.9	35

(\*) Incluye acervo de euronotas internacionales.

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, *Annual Report*,  
varios años.

CUADRO 7  
DEUDA GUBERNAMENTAL DE LOS PAÍSES DEL G-3  
*Como proporción del Producto Nacional Bruto*

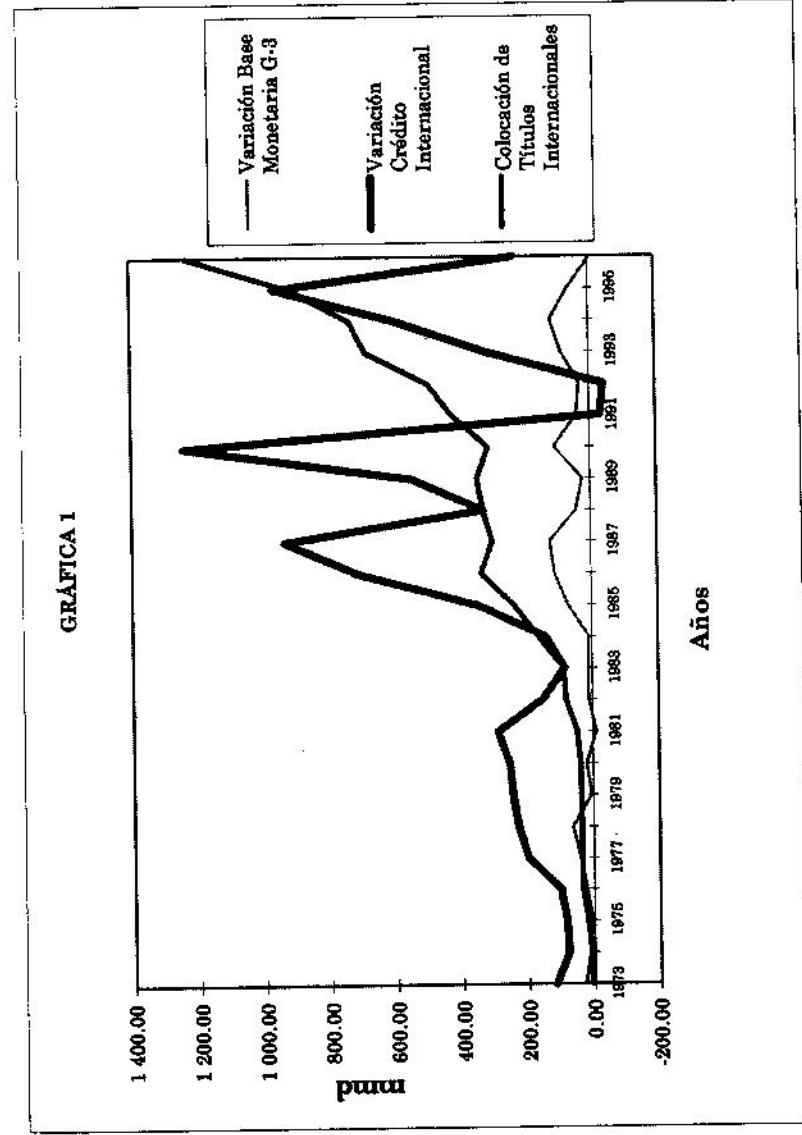
Años	Estados Unidos	Alemania	Japón
1975	0.2736	0.1005	0.1617
1976	0.2839	0.1147	0.2047
1977	0.2827	0.1285	0.2561
1978	0.2742	0.1396	0.3111
1979	0.2610	0.1475	0.3551
1980	0.2690	0.1596	0.4088
1981	0.2694	0.1806	0.4425
1982	0.3106	0.1977	0.4743
1983	0.3420	0.2072	0.5154
1984	0.3613	0.2121	0.5324
1985	0.3943	0.2176	0.5431
1986	0.4239	0.2180	0.5871
1987	0.4299	0.2229	0.6036
1988	0.4272	0.2283	0.5936
1989	0.4276	0.2213	0.5818
1990	0.4612	0.2447	0.5613
1991	0.4959	0.2362	0.4128
1992	0.5023	0.2590	0.4197
1993	0.5167	0.2855	0.4517
1994	0.5110	0.3030	nd
1995	0.5086	0.3732	nd
1996	0.5051	nd	nd

FUENTE: FMI, *Estadísticas Financieras Internacionales*, Anuarios.

DATOS PARA LAS GRÁFICAS 1 Y 2

Años	Variación Base Monetaria del G-3	Variación Crédito Externo Mundial	Colocación de Títulos Internacionales	Variación en la Colocación de Bonos Internacionales
1970	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
1971	18.10	26.40	n.d.	n.d.
1972	18.08	45.00	n.d.	n.d.
1973	29.37	117.90	8.60	n.d.
1974	13.83	77.20	8.80	0.20
1975	5.87	84.20	19.70	10.80
1976	21.76	100.90	33.70	14.00
1977	40.06	198.20	34.90	1.20
1978	63.56	228.40	35.80	0.90
1979	5.29	244.50	37.30	1.50
1980	19.29	253.20	38.00	0.70
1981	-11.11	289.60	47.80	9.60
1982	10.69	152.20	60.90	27.70
1983	12.20	83.20	86.60	1.80
1984	8.46	141.70	153.50	34.40
1985	71.57	347.10	236.60	56.20
1986	111.99	708.40	336.70	59.40
1987	124.80	836.10	301.20	-46.30
1988	43.71	328.10	328.00	46.30
1989	22.94	645.40	345.40	28.60
1990	169.99	1 241.10	310.40	-25.80
1991	39.10	-31.90	420.00	76.80
1992	30.36	-42.30	491.80	25.00
1993	84.10	315.90	681.90	147.30
1994	117.79	687.40	731.40	-52.40
1995	62.35	861.70	914.10	38.70
1996	-6.02	227.00	1 225.40	243.30

\* \* \*



\* \* \*



