



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO

FACULTAD DE ECONOMÍA

**FLUJOS DE CAPITALES A LOS PRINCIPALES MERCADOS
EMERGENTES Y SU IMPACTO EN
LAS VARIABLES MACROECONÓMICAS. 1982-2006**

T E S I S
QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA
P R E S E N T A
EDUARDO GUZMÁN LÓPEZ

DIRECTOR D ETESIS:
MTRO ROBERTO SOTO ESQUIVEL



CIUDAD UNIVERSITARIA

OCTUBRE 2007



Universidad Nacional
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

Biblioteca Central



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

Introducción

Capítulo I

SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL Y ESTABILIDAD FINANCIERA

1.1 Antecedentes del Sistema Financiero Internacional antes de Bretton Woods

1.2 Estabilidad del sistema financiero internacional

1.3 Inicio de la inestabilidad financiera

Capítulo II

DESREGULACIÓN FINANCIERA Y FLUJOS DE CAPITALES

2.1 Desregulación financiera, intermediarios financieros y tasas de interés

2.2 Análisis de los flujos de capital

2.3 Inestabilidad en los mercados emergentes.

Capítulo III

IMPACTO MACROECONÓMICO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

3.1 Producto Interno Bruto Mundial e Inflación

3.2 Comportamiento estructural en América Latina

3.3 El caso de México y Brasil

3.4 Aspectos macroeconómicos de Asia-Pacífico

CONCLUSIONES

BIBLIOGRAFÍA

INTRODUCCIÓN

Durante el siglo XIX, la existencia de una creciente demanda de productos industriales motivó a los empresarios a realizar nuevas inversiones en bienes de capital, las cuales se realizaban con ganancias pasadas y ahorros de los capitalistas.

Pero ante los insuficientes recursos líquidos fue necesario que se desarrollaran centros financieros que permitieran al empresariado nuevas formas de financiamiento para los proyectos de inversión programados. Estos se ubicaron en las principales ciudades con alto desarrollo industrial, como Londres, Frankfurt, Holanda y Estados Unidos de América (EUA). Aquí se comenzó a canalizar los recursos a través de la emisión de títulos de deuda de las empresas (acciones ordinarias) para su expansión productiva, pero la especulación hizo su aparición y con ella el incremento en los precios (inflación) de las acciones cotizadas en estos centros financieros, generando lo que serían las primeras burbujas especulativas y crisis del sistema financiero.

Como lo señala Toporowski, las burbujas especulativas en Mississippi, en los Estados Unidos y en el Mar del Sur provocaron que los pensadores económicos como Smith, Ricardo y Malthus contemplaran que deberían de existir más controles sobre los bancos comerciales para mantener restringido el incremento del crédito y así evitar la compra de acciones en los mercados financieros y evitar así más crisis por especulación.¹

Pero el desarrollo de los mercados financieros originaron nuevas crisis en el siglo XX, la primera por su impacto mundial fue el crack del 29 que se caracterizó por incremento en la inversión productiva, pero esta a su vez originada por los niveles inflacionarios de las acciones cotizadas en la bolsa, es decir, se conjugaban por primera vez los excedentes

¹ Toporowski, Jan, "*Inflación en los mercados financieros*", en *Economía financiera contemporánea*. Tomo II. P. 144

productivos y los niveles inflacionarios de la bolsa de Nueva York que se expandiría por el resto del mundo en pocos días.

Años más tarde al finalizar la Segunda Guerra Mundial los países vencedores realizaron las conferencias de Bretton Woods en los EUA que dieron origen a un nuevo marco de regulación de los flujos de capitales y dinero en todo el mundo y que tuvo una duración de más de tres décadas hasta que en 1973 los EUA decidieron abandonarlo por las presiones que recibían por los fuertes déficit en la balanza de pagos, su costo programa social y la Guerra de Vietnam.

La desregulación financiera, junto a esta modificación de política monetaria de la Reserva Federal, se comenzó a aplicar en varios países creando una relación más estrecha entre las economías del mundo. Estas nuevas relaciones se daban a través de los movimientos de las tasas de interés, tipos de cambio y flujos de capital, que encontraron campo de acción en los llamados mercados de eurodólares (off shore markets).

Las reformas en las economías emergentes establecieron las condiciones para que las especulaciones en los mercados de dinero y capitales crearan las condiciones para desatar crisis futuras con características sistémicas, como es el caso de México en 1994, la crisis asiática, la rusa y la argentina.

El propósito del presente trabajo es demostrar que los flujos de capitales hacia las economías emergentes han generado impactos negativos en las principales variables macroeconómicas como son el PIB per cápita, la balanza de cuenta corriente, inflación, las inversiones en capital fijo y el PIB.

Desde el ámbito de globalización financiera, los países con economías emergentes han necesitado de los capitales internacionales oficiales y privados para el cumplimiento de sus

obligaciones, sin embargo, la colocación de estos capitales en sus mercados les ha proporcionado consecuencias propias según las características de la región, por ejemplo, en el caso del Sudeste Asiático en particular China sus impactos han sido positivos en ciertos sectores de la economía, pero no así para los países de América Latina.

De esta manera, los flujos de capitales después del proceso de desregulación financiera iniciada en los años setenta han provocado una serie de crisis financieras que han tenido impactos negativos en una gran variedad de países en el mundo, la más reciente provocada por la crisis inmobiliaria (subprime) en los Estados Unidos.

Para analizar estos cambios y efectos en el sistema económico se han planteado los siguientes objetivos e hipótesis.

OBJETIVO GENERAL

Analizar los flujos de capital a los países emergentes y el impacto que tienen en las variables macroeconómicas como son el producto, empleo e inflación .

OBJETIVOS PARTICULARES

- Analizar el comportamiento del sistema financiero internacional durante el periodo de Bretton Woods
- Comprender el proceso de desregulación financiera que se generó a partir del rompimiento de Bretton Woods y su impacto en los flujos de capital
- Estudiar el impacto que tienen los flujos de capital en el comportamiento macroeconómico.

HIPÓTESIS

Los flujos internacionales de capital (oficiales y privados) hacia los mercados emergentes se incrementaron a partir del proceso de desregulación y liberalización financiera emprendidas desde la década de los setenta del siglo XX, pero tomaron mayor fuerza a finales de los ochenta y noventa. Este proceso cambió el comportamiento de las variables monetarias y macroeconómicas como son el PIB, PIB per cápita, inflación, contracción del empleo, déficit en cuentas corrientes e inversión en capital fijo. Sin duda los flujos de capital se han dirigido a inversiones de cartera, generando un gran volumen de liquidez virtual que ha provocado que indicadores como es el índice de la bolsa de valores se incrementen sin existir una contraparte en la economía real generando así una gran burbuja financiera. Más aún el traslado de los recursos hacia los centros financieros como pago del servicio de estos capitales ha creado situaciones semejantes a un círculo vicioso que difícilmente podrá romperse si no se crean políticas económicas acordes a las realidades de cada uno de los países afectados y que consideren a los diversos sectores de la economía y la sociedad que son finalmente donde se reflejan las políticas económicas aplicadas. Por tanto estamos inmersos en un entorno de alta volatilidad e inestabilidad financiera y que han sido las características de la economía desde la década de los setenta.

Por lo anterior la tesis está integrada por tres capítulos en el primero se estudia el comportamiento histórico del sistema financiero internacional a partir del siglo XIX, desde el uso del patrón oro hasta el fin de sistema Bretton Woods, señalando cuales fueron sus principales características y causas que los llevaron a su desaparición culminando con el llamado “regimen Wall Street”.

El segundo capítulo analiza los procesos de desregulación iniciados en los países desarrollados y mercados emergentes durante la década de los setenta, así como el comportamiento de los flujos de capital principalmente en el proceso de inestabilidad financiera.

Y finalmente el tercer capítulo se encarga de señalar cuáles han sido las repercusiones de estos flujos de capitales en estas economías a lo largo de más de dos décadas, analizando a las principales regiones económicas como América Latina son donde se destaca el caso de México y Brasil, y la región del sudeste de Asia.

Capítulo I. El sistema financiero internacional y estabilidad financiera

Introducción

Para que los países participen efectivamente en el intercambio de bienes, servicios y activos, es necesario contar con un sistema internacional eficiente para facilitar las transacciones económicas. Si la capacidad de importar bienes está limitada debido a una escasez de reservas de divisas, los países estarían tentados a imponer algún tipo de arancel, cuotas u otros mecanismos que restringen el comercio para conservar sus divisas o para incrementarlas.

Para facilitar el movimiento de bienes, servicios y activos, es importante que el sistema monetario cuente con un mecanismo de ajuste de la balanza de pagos, de manera que el déficit y el superávit no se prolonguen, sino que se eliminen con la relativa facilidad en un tiempo razonablemente corto. Además, debe haber una oferta adecuada de liquidez internacional, es decir, el sistema debe proporcionar reservas adecuadas de manera que pueda hacerse efectivo el pago de los países con déficit en la balanza de pagos a los países con superávit, además, la oferta de liquidez internacional debe constar de activos de reserva aceptables internacionalmente

Históricamente, los sistemas monetarios internacionales han contenido características diversas, entre las cuales esta el grado de flexibilidad del tipo de cambio.

Hace cerca de cien años el sistema monetario internacional predominante era el patrón oro internacional (1880-1914), donde el oro constituía el activo de reservas internacionales y su valor se fijaba por medio de los valores de paridad declarados que especificaban los países. Esta disposición de respaldar las monedas con un activo de reserva aceptado

internacionalmente contribuía a un comercio y unos pagos relativamente libres. Al mismo tiempo, se considera que el ajuste de la balanza de pagos fue relativamente “suave” durante el período 1880-1914. Poco oro parece haber fluido en realidad de un país a otro porque los Bancos Centrales estaban dispuestos a modificar las tasas de interés (aumentarlas en caso de déficit, o reducirlas, en el caso de un país con superávit) en respuesta a la posición de pagos externa. Estos cambios en las condiciones del mercado monetario significaron que los ajustes a las posiciones de la balanza de pagos se facilitaban bastante por medio de los flujos internacionales de capital a corto plazo.

Los antecedentes de lo que hoy es el Sistema Financiero Internacional (SFI) se describirán a continuación, señalando algunas de las principales características que se consideran importantes para tener una mejor concepción de él.

1. 1 Antecedentes del Sistema Financiero Internacional antes de Bretton Woods

Durante el siglo XIX el comercio y los movimientos financieros se realizaron sobre el patrón oro en la lógica del libre cambismo con reglas referentes a la creación y la circulación del dinero entre los países, con ausencia de regulación estatal.¹

Las reglas eran básicas para el funcionamiento de este patrón, primero, la emisión de las monedas y billetes de cada uno de los países debería estar respaldada por oro, segundo, se reconocía la libre conversión de las monedas y billetes a oro, tercero, el pago de las transacciones comerciales se realizaría por medio del oro, el cual podría importarse o exportarse de manera libre, y cuarto, estas transacciones se llevarían a cabo según la proporción de oro que respaldara a las monedas, mientras tales contenidos no se

¹ Hawtrey, Ralph George, *El patrón oro en la teoría y en la práctica*.

modificaran; es decir, mientras no se dieran devaluaciones en las monedas participantes, lo que hacía que el tipo de cambio debía ser fijo.

Esta forma de realizar las transacciones comerciales se hicieron sobre la premisa de la asociación de la creación monetaria con estabilidad interna de precios, y ambos a un proceso de ajuste automático de los desequilibrios de la balanza de pagos (Postulados de la Teoría Cuantitativa del dinero); que en síntesis se explica de la siguiente manera: esta teoría subraya una relación causal entre los movimientos internacionales de los metales preciosos y el nivel de precios, de este manera, la balanza de pagos de un país, que en determinado momento se encuentra desajustada por una salida o entrada extraordinaria de oro, restablecería su equilibrio mediante la baja o el alza de sus precios internos y de su influencia comercial internacional; proceso determinado, en última instancia, por la caída o elevación de la masa monetaria y la recuperación de su cantidad y valor normales.²

Pero la existencia de ajustes automáticos no eran de manera cierta como lo postulaba la teoría, por ejemplo, en ciertas circunstancias críticas era frecuente que se suspendiera la conversión de las monedas y billetes a oro. En los países periféricos o subdesarrollados esa clase de fenómenos corrieron a la par con los ciclos depresivos en su comercio exterior y también con la caída de los precios de las materias primas y sus ingresos fiscales derivados de las tasas impositivas al comercio internacional. Estas condiciones originaron la aceleración del endeudamiento del sector privado y del gobierno, que dio pie a la emisión muy desproporcionada de dinero que en la práctica debería estar respaldado por el oro, lo que provocaba una sobrevaluación de la moneda local. Pero la imposibilidad de mantener el respaldo de estas monedas con el oro dio origen al quebranto de instituciones haciéndose

² Rist, Charles, *Historia de las doctrinas monetarias y del crédito*, y también puede consultarse la obra de Hilferding, Rudolf, *El capital financiero*.

necesaria una política estatal de hacer la moneda de curso forzoso o fiduciario y permitir la depreciación del dinero circulante.

Esto mostró las desigualdades estructurales y asimetrías del comercio internacional que obstaculizaban los equilibrios en los componentes de la balanza de pagos por cambios en la cantidad de dinero y en el sistema de precios que la “Teoría Cuantitativa del dinero”³ proponía en su análisis.

Entonces la convertibilidad y el reforzamiento de la capacidad de importación quedaban sujetas en forma creciente, a la obtención de préstamos internacionales (creando una ininterrumpida situación de dependencia).

El patrón oro fue desplazado paulatinamente por la libra esterlina, que fue aceptada para los intercambios comerciales internacionales y para el sistema de crédito internacional (es decir, medio de cambio) como consecuencia del crecimiento y desarrollo en la producción industrial, el comercio internacional y el campo político-militar en Inglaterra, dado por su extenso dominio colonial y por su influencia en diversas zonas del mundo. Esta supremacía se materializó por su capacidad de concentrar casi la mitad de las inversiones internacionales y por lo menos un tercio de las exportaciones mundiales entre los años de 1870 y 1913.⁴

La expansión internacional de los bancos ingleses se dio inicialmente respaldando el dominio comercial manufacturero de la Gran Bretaña. Aún con anterioridad a 1870, la gran banca de este país había conquistado una creciente influencia en el extranjero acompañando el intercambio mercantil inglés, principalmente con sus colonias y los países del continente europeo. Pero en los años siguientes su expansión llegó a los Estados Unidos de América

³ Mantey, Guadalupe, *Lecciones de economía monetaria*, y para una mejor comprensión del tema se puede consultar a Lavoie, Marc, *Fundamentos de economía poskeynesiana*.

⁴ Bernis, Gerard de, *El capitalismo contemporáneo; regulación y crisis*

(EUA) y Latino América (LA), participando en actividades manufactureras, minera y de infraestructura como los ferrocarriles, puertos, servicios urbanos, etc.).

El patrón oro terminó con la llegada de la Primera Guerra Mundial (PGM) y en la década de 1920 los países permitieron flexibilidad en los tipos de cambio con respecto a su moneda creando cierta estabilidad en la paridad de compra, no obstante, en la mitad de la década Gran Bretaña (en ese entonces, el centro financiero del mundo) intentó restaurar el patrón oro, adoptando para la libra el antiguo valor de paridad anterior a la guerra.

Ese valor de paridad sobrevaluó bastante la libra y ocasionó dificultades de pagos a Gran Bretaña. Con la enorme disminución en la actividad económica en la década de 1930, surgieron dificultades de pagos para muchos países. Los grandes intentos de restaurar algún nivel fijo de los tipos de cambio de los países pronto ocasionaron una serie de depreciaciones competitivas de las monedas.

La depreciación de la moneda en un sólo país puede estimular el empleo y la producción en ese país, pero cuando muchos países deprecian sus monedas en represalia, los resultados benéficos esperados tienen poca duración o no ocurren. También se habían instituido políticas comerciales restrictivas, como la Ley de Aranceles de 1930 (Smoot-Hawley) en los EUA, que indujeron a grandes reducciones en el volumen y en el valor del comercio internacional. Puede ser que estas medidas empeoraran la Gran Depresión, que durante la década de 1930 fue de bajos nivel de actividad y producción económica.⁵

Esta se aceleró con la llegada de la Segunda Guerra Mundial (SGM), pero la participación en la guerra impidió la consideración y la adopción de un nuevo sistema de pagos internacionales.

⁵ Una obra que menciona varias de las leyes emitidas en los Estados Unidos de Norte América en la época de la Gran Depresión es Yeager, Leland, "*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*"

1.2. Estabilidad del sistema financiero internacional

Durante la SGM, el financiamiento para los gastos en armamento necesarios para el conflicto puso un exceso en la circulación monetaria mundial, y no sólo para la compra de este armamento, sino también para las transacciones de los bienes y servicios que los países en conflicto requerían de terceros, como el caso de México con los EUA.

Esto provocó que meses antes de culminar el conflicto bélico se celebraran conferencias tendientes a crear y solucionar los conflictos derivados de este hecho y otros de importancia como la inestabilidad financiera, las restricciones monetarias en las que se encontraban los países involucrados en el conflicto (principalmente de Europa), los flujos de capital y los obstáculos al comercio internacional

La primera reunión celebrada con motivo de la creación del nuevo orden monetario mundial se celebró en Atlantic City el 24 de junio de 1944, que después se definió al conjunto de conferencias como el sistema Bretton Woods (BW), centrándose la discusión en torno a la estabilidad de los tipos de cambio, y dejando para otra reunión del BW la cuestión de las cuotas que cada miembro haría al nuevo SFI.

En la última reunión de BW, el 01 de julio de 1944, se crearon dos instituciones básicas para el nuevo orden monetario el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM). De ellas emergió un nuevo orden de conducta para las políticas económicas de los países con problemas de balanza de pagos, incluso instaurando nuevas modalidades de préstamos.

La formación de este nuevo orden de relaciones entre las naciones firmantes reflejaron el rechazo a las condiciones económicas previas a la PGM , así como frente a los procesos

especulativos provocados por los desordenes monetarios y cambiarios que le siguieron y principalmente a los ocurridos en los años treinta.

La finalidad de este orden fue la libre movilidad de mercancías y de capitales, aunque con una rectoría estatal.

Se contempló que todas las monedas serían o tendrían igualdad en su valor, si acaso hubiese posiciones de relativo equilibrio en las balanzas de pago y la correspondiente distribución del oro entre los países. Sin embargo, este escenario se desvaneció ya que los EUA concentraban la mayor parte de oro existente y contaba con un comercio exterior fuertemente superavitario, de hecho era el único país que podía mantener la convertibilidad de su moneda a oro, lo que convertía al dólar en la divisa clave y la moneda de reserva obligada en el SFI.

Ante la necesidad de reconstruir sus economías los europeos tuvieron que adquirir dólares para realizar las compras necesarias, situación que los orilló a endeudarse con los EUA. Sin embargo, por interés estadounidense los prestamos se fijaron sobre dos puntos primordiales, el primero la reconstrucción de Europa y el segundo, evitar la propagación del comunismo por el viejo continente. Puntos que se consolidaron en el Plan Marshall entre 1948 y 1952 y que distribuyó recursos por cerca de 13 mil millones de dólares en 16 países (Alemania, Austria, Bélgica-Luxemburgo, Dinamarca, Francia, Grecia, Irlanda, Islandia, Italia, Países Bajos, Portugal, Reino Unido, Turquía, Suiza y Suecia).⁶

Los recursos serían complementados con programas para la recuperación económica, el desarrollo de la producción, el intercambio comercial y la creación de un sistema de comercio y pagos que incluía eliminar las restricciones sobre los productos estadounidenses.

⁶ Yeager, Leland, *“Relaciones monetarias internacionales. Historia y política”*

Con el tiempo las condiciones económicas de Europa fueron modificándose gracias al Plan Marshall; primero se logró depender menos de las importaciones de EUA, debido a un rápido crecimiento de su planta productiva, que causó que se ahorrara más en gastos comerciales, originando que las balanzas de estos países se equilibraran aumentando sus reservas y que les permitió pasar de países deudores a acreedores.

Con esto, la reconstrucción económica y sus reservas internacionales fueron en aumento para Europa, mientras la balanza de pagos de los EU se convirtió en deficitaria, junto a los desajustes que provocó la Guerra de Corea.

A pesar de esto, el dólar se consolidó como moneda de uso mundial, y los agentes económicos se vieron obligados a adquirir esta moneda para realizar sus pagos acumulando grandes cantidades de dólares en sus reservas monetarias internacionales.

Estas condiciones determinaron que en la práctica se usara un patrón cambio dólar, incluso a la par del patrón oro. “Este metal siguió siendo un medio de pago de aceptación mundial, pero el dólar se convirtió en la principal moneda de reserva (o moneda clave) por la pujanza económica de Estados Unidos y porque sus existencias en oro (24 500 millones de dólares) que equivalían a las tres cuartas partes de las reservas auríferas mundiales (33 000 mdd)”.⁷

Para 1955, las reservas oro de los EUA ascendían a 21, 753 mdd, que eran suficientes para satisfacer sus obligaciones en el corto plazo por cerca de 110, 895 mdd, sin embargo, para 1968 estas se ubicaban en la cantidad de 10, 703 mdd que cubrían sólo una tercera parte de sus obligaciones de 30, 057 mdd. Situación que se explica por los pagos realizados para saldar su balanza en cuenta corriente desde los años cincuenta, y también por la baja en el precio del oro.⁸

⁷ Chapoy, Bonifaz, Alma Maria, “*El Sistema Monetario Internacional*”, p. 27.

⁸ *Ibidem*, p. 28

Esto se complicó cuando diversos Bancos Centrales se mostraron reacios a acumular dólares, por lo que los EUA, tuvieron que liquidar con oro parte de sus déficit; principalmente por ser una economía que realiza fuertes gastos militares en el extranjero.

Para resumir, el ordenamiento derivados de los acuerdos de BW, promovieron estabilidad cambiaría, crecimiento económico de la producción con bajos niveles inflacionarios y un incremento en la liberalización del comercio mundial. Pero esto se encontraba sostenido sobre factores inestables como la duda de la convertibilidad del dólar en oro, el continuo déficit de los EUA, los niveles descendentes en las cantidades de oro, y su demanda privada.

Recuadro 1

FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El núcleo de este sistema BW es el FMI, el cual fue el resultado de largas discusiones de la propuesta americana, la británica, la canadiense y la francesa, elaboradas durante la Segunda Guerra Mundial (SGM).

El Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional (CCFMI) y el del Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) lo elaboraron, y firmaron representantes de 44 naciones en Bretton Woods, New Hampshire, en Julio de 1944. A finales de 1945, el número de países que había ratificado el convenio era suficiente para poner en marcha el FMI. La Junta de Gobernadores se reunió por primera vez en marzo de 1946, adoptó sus estatutos y decidió establecer la sede del Fondo en

Washington. Un año más tarde estaba listo para iniciar operaciones.⁹

Según el Convenio Constitutivo, los fines del FMI son fomentar la cooperación monetaria internacional, facilitar la expansión del comercio internacional para conseguir unos niveles elevados de empleo y renta real, fomentar la estabilidad del tipo de cambio y evitar la depreciación competitiva, coadyuvar a establecer un sistema multilateral de pagos internacionales corrientes y a eliminar los controles de divisas en las transacciones corrientes, infundir confianza a los países miembros y darles la oportunidad de que corrijan los desequilibrios de su balanza de pagos sin que sea necesario recurrir a la adopción de medidas perniciosas para la

⁹ Yeager, Leland, “*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*”

prosperidad nacional e internacional, y acortar la duración y aminorar el grado de desequilibrio de la balanza de pagos.

Cuando los objetivos no se podían alcanzar inmediatamente y de manera simultánea, el artículo XVI del Convenio Constitutivo fijaba un período de transición en la posguerra, durante el cual los países miembros podrían violar la prohibición general que pesaba sobre los controles de divisas en las transacciones por cuenta corriente. No se fijaba de una forma precisa la duración del período en que esto sucedería, pero los países que realizaron controles de divisas por más de cinco años después del comienzo de las operaciones del Fondo, deberían consultarlo cada año al FMI.

En realidad, las consultas sobre las políticas económicas generales se han convertido en una rutina anual de todos los miembros y no sólo de los miembros que violan las obligaciones normales de eliminación de los controles.

Los objetivos anteriores se complementaban con los derechos especiales de giro (préstamos) para ayudar a sus miembros a satisfacer el déficit temporal sin tener que recurrir a los controles de divisas, a los ajustes del tipo de cambio o a la deflación interior.

Se pretende que los países miembros pasen por déficit temporales y giren contra el Fondo cuando lo necesiten para complementar sus propias reservas totales de oro y divisas. Sin embargo, no se supone que el Fondo deba agotar estos recursos para contrarrestar un desequilibrio importante. Lo normal es que un país que se encuentra ante un déficit serio en sus transacciones internacionales devalúe su moneda para solucionarlo. Probablemente, la situación opuesta, un superávit de la balanza de pagos, requeriría una revaluación. Este tipo de ajustes es algo que no se esperaba con frecuencia.

Cuotas y los valores paritarios

Los derechos de los países miembros a girar contra el Fondo, así como sus contribuciones y poder de votación, se basan en sus cuotas. La cuota de cada miembro se negoció de acuerdo con factores como la renta nacional, el comercio internacional y sus reservas internacionales. Como regla general, salvo excepciones de países con bajos niveles de renta, cada país debió aportar un 75% en su propia moneda (o billetes a la vista, no portadores de intereses, pagaderos en su propia moneda).¹⁰

Varios países acordaron aportar más cuotas para reflejar su posición económica mundial con más precisión o tener más acceso a los recursos del Fondo. En 1965 y 1970 se acordaron nuevos aumentos generales del 25% y 35.5%, y de nuevo se hicieron excepciones especiales con algunos

países. A finales de septiembre de 1974, las cuotas totalizaban 29 mil millones de derechos especiales de giro (DGE). Los derechos especiales de giro es una unidad de cuenta equivalente originalmente a 0.888671 gramos a al 1/35 de onza de oro troy a su valor oficial, que es el mismo que el de un dólar americano de antes de 1971. En 1974, el DEG se redefinió en función de una serie de monedas. Las cuotas mayores fueron en el siguiente orden:

- EUA 23%
- Reino Unido 9.6%
- Alemania 5.5%
- Francia 5.1%
- Japón 4.1%
- Canadá 3.8%
- Italia 3.4%
- India 3.2%

Este orden les daba peso específico sobre las decisiones del FMI y sobre la conducción de las políticas a

¹⁰ Yeager, Leland, “*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*”

seguir. Pero cada uno de los miembros debe tener no sólo una cuenta, sino también un valor paritario de su moneda con relación al contenido de oro del dólar americano de 1944. Casi todos los países declararon valores paritarios e incluso la mayoría de los que no lo hicieron mantuvo *de facto* una paridad, al menos hasta los períodos de tipos flotantes de 1971 y a partir de 1973. Los valores paritarios escogidos en 1946 fueron los tipos de cambio que entonces estaban en vigor. Muchos de estos tipo iniciales eran muy poco realistas, como lo demuestra el hecho de que, salvo, Estados Unidos de América, México, Panamá, El Salvador y Guatemala, todos los miembros anunciaron su intención de mantener de momento controles de divisas.

Sin embargo, entre la elección inicial de las paridades y la ola de devaluaciones de septiembre de 1949 sólo dos países (Colombia y México) establecieron nuevas paridades oficiales

con el Fondo. Francia también devaluó durante este período, pero no declaró un nuevo valor paritario.

Las transacciones entre los países miembros y el Fondo se basan en los valores paritarios oficiales. Estos valores también deben mantenerse en las transacciones privadas: El Convenio Constitutivo obligaba a cada miembro a que sólo permitiera la realización de transacciones a presente en las monedas de los países miembros de su territorio tipos de cambio que no fueran 1% superiores o inferiores a la paridad. Después del Acuerdo de Smithsonian de diciembre de 1941, el Fondo autorizó a sus miembros a ampliar este margen al 2 ¼ % por encima o por debajo de la paridad.

Se pensaba que cuando las autoridades monetarias de un país miembro compraban y vendían oro libremente para ajustar las transacciones internacionales a los precios dentro de los

márgenes prescritos por el Fondo cumplieran con el equivalente de su obligación de fijar el cambio.

En las transacciones de divisas a futuro las desviaciones de la paridad no debían superar a las de las transacciones a presente más de lo que el Fondo considerara razonable. El FMI suponía un acuerdo internacional para imponer tipos de cambio fijos incluso en las transacciones privadas.

Un gobierno puede proponer cambiar el valor paritario de su moneda pero sólo para corregir un desequilibrio en su balanza de pagos. En los ordenamientos del Fondo se especifica que este no puede poner objeciones si la alteración propuesta no es superior a un 10% con respecto a la paridad inicial. Si un país hace un cambio mayor, sin autorización, se le puede prohibir girar recursos al Fondo e incluso se le puede expulsar. Sin embargo, el Fondo no puede vetar o cancelar un ajuste del tipo de

cambio necesario para corregir un desequilibrio de su balanza de pagos.

Transacciones de divisas

Las principales operaciones financieras del Fondo consistente en comprar y vender monedas a los Bancos Centrales y a los Tesoros de los países miembros. Estas compras y ventas se podrían considerar más como préstamos: cuando un miembro compra al Fondo una moneda extranjera, está tomándola prestada contra el depósito de su propia moneda, y cuando el miembro vuelve a comprar su propia moneda con oro o divisas, está devolviendo el préstamo.

Desde el punto de vista del Fondo, la venta de una determinada moneda constituye un préstamo, con la salvedad de que cuando vende a un país su propia moneda generalmente recibe entonces la devolución de un préstamo anterior concedido a ese país.

Algunas limitaciones originales de las transacciones con el Fondo se han

modificado tanto por las repetidas excepciones hechas que apenas merece la pena describirlas en este primer capítulo. En la práctica, un miembro disfruta de un amplio beneficio que le permite comprar otras monedas a voluntad hasta el equivalente de un 25% de la cuota que pagó al principio en oro. Si los giros de otros miembros han reducido la cantidad de moneda de un miembro poseída por el Fondo a menos de un 75% inicial de su cuota, su derecho a girar casi automáticamente aumenta por la diferencia en cuestión. Ahora bien, la suma de monedas no usadas de un miembro y sus préstamos pendientes con el Fondo se han venido a llamar su “posición de reserva”. Así mismo, el Fondo, anima a sus miembros a considerar estas posiciones como parte de su liquidez internacional, junto con el oro y las divisas y el nuevo medio de reserva (DEG).

También, cada miembro tiene otros derechos de giro, cuya cantidad es similar a su cuota. Dado que cada miembro retira monedas extranjeras comprándolas con la suya, la cantidad de derechos de giro totales se puede describir correctamente diciendo que el Fondo no debería poseer una cantidad de moneda del miembro superior al 200% de la cuota de este. Si se alcanza este límite, significaría, que el Fondo poseería una cantidad de la moneda del miembro equivalente al 75% de la cuota que aportó originariamente, más el 25% del crédito en moneda, más el 100% de crédito. Sin embargo, el Fondo puede suprimir el límite de estas retiradas. También se han introducido privilegios de giro, especialmente liberales, para los países productores de bienes primarios con problemas de disminución temporal de ingreso procedente de exportaciones, para financiar *stocks* que le den cierta certidumbre en el corto plazo de

mercancías y para financiar los déficit de pagos.

Las limitaciones de la cantidad que se puede pedir prestada es una limitación de la obligación de conceder préstamos que tienen los países con superávit en la balanza de pagos. Cada miembro contribuye con la cantidad de su cuota, en parte en moneda interior y en

parte en oro o dólares, y eso es todo. Pero la obligación de un miembro de vender monedas extranjeras a cambio de su propia moneda o a cambio de derechos especiales de giro, apenas se puede considerar como una excepción del principio de que los países con superávit sólo tienen obligaciones limitadas.

Banco Mundial

La creación de este organismo internacional es resultado de otros organismos creados durante los acuerdos de Bretton Woods. Como lo son el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) 1944, la Corporación Financiera Internacional (CFI) 1956, la Asociación Internacional de Fomento (AIF) 1960 y el Centro Internacional de

Arreglos de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI) 1966.¹¹

Las principales preocupaciones manifestadas ante la creación del BM, fue respecto a las funciones, adquiridas ya por el FMI. Sin embargo, se definió su actuación en la reconstrucción más que al desarrollo, y que ilustra el primario predominio de objetivos conservadores en su proyección internacionales, a la que no

¹¹ World Bank.

fueron ajenos los gobiernos británicos y norteamericanos, principales creadores del Banco.

Así, mientras el BM prestó menos de 800 mdd hasta 1954, los créditos y donaciones norteamericanos amparados en el Plan Marshall alcanzaron la cifra de 46.8 mmdd en igual período, del cual cerca del 26% fue ayuda militar.

¹²

Posteriormente, esas funciones de apoyo a la reconstrucción dejaron su lugar a aquellas más asociadas al crecimiento económico de los países subdesarrollados. El Banco, que en la década de 1950 dirigía sus créditos a los países desarrollados, en 1968 habían cambiado hacia los países subdesarrollados. A este vuelco de políticas contribuyeron a factores de distinta naturaleza.

Por un lado, se explica por la expansión y consolidación de las economías europeas y japonesas. Japón fue el último país industrializado que recibió un préstamo del BM en 1966. De deudores internacionales pasaron a acreedores mundiales.

Por otro lado iban en aumento el número de países subdesarrollados que se adherían al BM y al FMI. Es posible que también hayan influido los movimientos de liberación nacional y de descolonización.

Ante estos cambios fue necesario hacer modificaciones al BM, estas se redefinieron en el Informe Pearson (Partners in development) que previno sobre la necesidad de redefinir las funciones de BM y volverlas más hacia los desequilibrios sociales internos y a la marcha de la economía internacional. Esta posición tuvo más interés ante la crisis de los años 70.

¹² De la Iglesia, Jesús, *El orden económico mundial. Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y GATT*

En ese contexto el BM ha venido proponiéndose nuevos cometidos en materias de desarrollo económico. Las nuevas funciones van dirigidas a los países subdesarrollados, y particularmente hacia el combate a la pobreza, la satisfacción de necesidades básicas, desarrollo energético, y ajustes estructurales en las inversiones públicas y en los sectores manufactureros y de exportación.

Estas funciones están más inscritas a cuestiones de una visión más amplia; la reasignación de recursos y la inserción productiva a escala internacional de los países subdesarrollados con una cierta base industrial.

Como conclusión, el BM se ha convertido en una institución de peso en el concierto internacional; ha quedado atrás su carácter secundario y su apariencia de institución que vivía a la sombra del FMI. En razón de la propia

evolución de la economía internacional, el Banco ha ido adecuando y desarrollando sus propias funciones, y extendiendo progresivamente su radio de influencia. Al comienzo fue un “modesto” organismo que ayudo a la reconstrucción de los países capitalistas devastados por la SGM; después se dedico a financiar proyectos de infraestructura para el proceso de crecimiento de los países subdesarrollados. Incluso en el combate a la pobreza y el desarrollo, con base en consideraciones económicas, sociales y políticas.

a) Aspectos organizativos

En un inicio el Banco concedía préstamos por proyectos según lo estipulaban sus propios estatutos. En esa época, la institución se concentró en el perfeccionamiento de las técnicas de evaluación de proyectos que se basaron en conceptos tales como la tasa de retorno interna, flujos de caja, costos de oportunidad, etc.

En el curso de los años sesenta, el Banco revisó esas pautas de préstamos para adecuar el financiamiento de proyectos de más largo plazo. Sin embargo, existían otros cambios como el referente al estilo de financiamiento otorgado por el BM, los cuales serían dados de acuerdo a un programa, la diferencia sustancial, es que no se destinan a un solo proyecto.

Desde 1980, y como consecuencia de los persistentes desequilibrios externos que ocasionó la crisis internacional, la concepción de los préstamos por programas cobró mayor vigor. Se instituyeron los préstamos para ajuste estructural (Structural Adjustment Lending).¹³

Estos préstamos ya no tienen como fin eliminar obstáculos aparentemente pasajeros sino, como su nombre lo indica, pretenden superar

cuestiones macroeconómicas, sectoriales institucionales de fondo. Planteado como un programa de mediano y largo plazo para fortalecer las balanzas de pagos de los países subdesarrollados a través de un uso más eficiente de los recursos, este tipo de préstamo procura apoyar cambios específicos de política y reformas estructurales, asistir a los países en los costos de transición de esos cambios e incluso actuar como catalizador de esos recursos externos.

En resumen podemos señalar que el sistema monetario internacional se reorganizó en la Conferencia de Bretton Woods, con base al poder económico, financiero y político de los EUA, extendiendo internacionalmente la hegemonía de su moneda y de sus políticas; con lo que podemos decir, que ambas instituciones en las letras fueron creadas para el nuevo ordenamiento financiero internacional, pero en los hechos fueron instrumentos de la

¹³ Buira, Ariel, *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*

hegemonía estadounidense. Esta es una gran diferencia con el anterior ordenamiento, donde los ingleses dominaban, en el actual, la hegemonía estadounidense se consagró en

instituciones y mecanismos multilaterales que tienen como fin la cooperación mundial.

1.3 Inicio de la inestabilidad financiera

El Sistema Bretton Woods tuvo un buen desempeño desde su implementación al final de la Segunda Guerra Mundial y hasta mediados de la década de 1960. El comercio mundial creció con relativa rapidez durante este período, y los países europeos más importantes eliminaron la mayoría de esas restricciones de cambio posteriores a la guerra. Europa y Japón también se recuperaron de la devastación de la SGM, y la economía mundial creció sin contratiempos ni recesiones importantes.

A pesar de este éxito, surgieron algunos problemas importantes en el sistema de BW. Estos se pueden clasificar en tres áreas principales, las cuales corresponden a las funciones importantes de un sistema monetario internacional.

a) Se pensó que el sistema monetario internacional de BW enfrentaba un problema de nivel adecuado de reservas o problemas de liquidez. En términos generales, este problema puede expresarse de la siguiente manera: cuando el comercio mundial crece rápidamente, es probable que el tamaño de los desequilibrios en los pagos crezca en términos absolutos. Por consiguiente, se presenta una mayor necesidad de reservas para financiar los déficit en la balanza de pagos. Los negociantes del acuerdo de BW previeron que el oro sería el activo principal de reservas internacionales, pero la oferta de oro en la economía mundial crecía a una tasa de 1% a 1.5% mientras el comercio lo hacía al 7% en 1960. Por lo tanto, el temor era que las reservas en forma de oro no aumentarían lo suficientemente rápido para manejar déficit más grandes en la balanza de pagos.¹⁴

Si las reservas no crecen tan rápido como el déficit en la balanza de pagos, existe el peligro de que los países utilicen restricciones comerciales como cuotas y aranceles a las

¹⁴ Según datos obtenidos de la página web *Economic Report of President of United States of America* varios años.

importaciones, y estas políticas podrían disminuir las ganancias provenientes del comercio y la tasa de crecimiento de la economía mundial.

b) El segundo problema, el de confianza, estuvo relacionado con la liquidez. Como la oferta de oro en poder los Bancos Centrales crecía en forma relativamente lenta, las reservas internacionales crecientes se componían en su mayoría de monedas nacionales aceptadas internacionalmente y que estaban, por lo tanto, en poder de dichos bancos. Las dos monedas nacionales que se tenían en mayor volumen eran el dólar estadounidense y la libra británica. Pero este hecho representó un peligro para los bancos centrales, en particular con el dólar, el cual era el eje del sistema debido a que el oro constituía la garantía de que EUA estaría listo a comprar y a vender oro a US\$35.00 por onza. Sin embargo, los dólares en poder de Bancos Centrales diferentes al de EUA empezaron a exceder por un margen sustancial el tamaño del stock de oro oficial de EUA. Este stock de oro también estaba siendo agotado por los déficit en la balanza de pagos estadounidense.

Si todos los Bancos Centrales extranjeros intentaban convertir sus dólares en oro, los EUA no tendrían suficiente para satisfacer todas las demandas. Adicionalmente, había aún cantidades mayores de depósitos en dólares ubicados fuera de EUA en manos privadas externas (depósitos en eurodólares).

Estos dólares también podían constituir un derecho sobre el stock de oro. Hubo, por tanto, una pérdida de confianza en el dólar, es decir, pérdida de confianza en lo que se había convertido en el activo de reserva principal del sistema monetario. Además, si EUA intentaba aumentar su capacidad de satisfacer la conversión de dólares en oro devaluando el dólar respecto al oro (por ejemplo, cambiando el precio de US \$35 a US \$70 por onza), entonces los Bancos Centrales que poseían dólares sufrirían una reducción en el valor de

sus reservas de oro. Una devaluación como esa seguramente habría iniciado una salida masiva de oro y habría ocasionado el rápido fin del sistema de Bretton Woods.

c) El tercer problema del sistema BW era el de ajuste, el cual se refiere al hecho de que, en la operación real del sistema, los países individuales habían prolongado los déficit o los superávit en la balanza de pagos. Esto fue particularmente cierto para los EUA (déficit) y para Alemania Occidental (superávit). Al parecer no existió un mecanismo de ajuste efectivo, puesto que las fuerzas automáticas no eliminaban los desequilibrios. Los países dirigieron las políticas monetarias y fiscales hacia objetivos internos en lugar de hacerlo hacia objetivos externos y, por lo tanto, la contracción (o la expansión) en la oferta monetaria esperada del país con déficit (o con superávit) no ocurrió (es decir, se presentaba esterilización). Esto fue especialmente cierto con respecto al déficit en la balanza de pagos de EUA debido a la preocupación estadounidense acerca del lento crecimiento económico y el alto desempleo. (De hecho EUA podía esterilizar sin preocuparse demasiado por una pérdida de reservas, puesto que su propia moneda estaba siendo usada como reserva). Así mismo, la preocupación de Alemania por la inflación le impidió ajustarse a un superávit en la balanza de pagos ampliando su oferta monetaria.

Cualquier intento de reconstruir los eventos asociados con la desintegración del sistema de BW sería algo arbitrario. Con esta advertencia se resumen los desarrollos que se consideran significativos para la evolución del sistema monetario internacional actual:

a) En 1967, la libra británica fue devaluada oficialmente de su tipo de cambio de paridad de US \$2.80/libra a US \$2.40/libra (una devaluación del 14%). Esta devaluación fue consecuencia de la disminución de las reservas de divisas en el Reino Unido en gran parte debido a los flujos de capital especulativos a corto plazo. La devaluación fue significativa

porque la libra esterlina y el dólar eran monedas clave, es decir, las dos monedas nacionales más destacadas en poder de los Bancos Centrales como reservas internacionales oficiales. El hecho de que el valor de un activo de reserva internacional hubiera sido modificado sugirió que los tipos de cambio atados de BW podrían no ser sostenibles.

b) Un segundo evento importante fue la decisión por parte de los principales Bancos Centrales en 1968 de no realizar transacciones en oro con individuos y firmas privadas. Esta decisión significó que en lo sucesivo, los Bancos Centrales ya no comprarían ni venderían oro en el mercado privado pero continuarían haciéndolo entre sí; dichas transacciones se harían al precio oficial del oro de US \$35 por onza, pero los individuos privados comprarían y venderían entre ellos a cualquier precio que despejara el mercado privado (el cual en un momento dado, excedió US \$80 por onza). Esta nueva estructura del oro se llamó “mercado doble de oro”.

Algunos antecedentes son necesarios con el fin de comprender la importancia de este último evento. Antes de 1968, como los Bancos Centrales habían estado dispuestos a comprar y a vender oro a los individuos privados (aunque el gobierno de Estados Unidos de América no había estado dispuesto a hacerlo con sus propios ciudadanos), había un solo precio del oro. Los Bancos Centrales compraban y vendían al precio de US \$35 por onza y, si el precio en los mercados privados tendía a aumentar por encima (o caer por debajo) de US \$35, los compradores (o vendedores) insatisfechos podían obtener (o vender) oro a los Bancos Centrales al precio de US\$35. Sin embargo, debido a la incertidumbre asociada con el problema de confianza en la década de 1960, los especuladores privados anticiparon que el dólar podría devaluarse con respecto al oro. Por consiguiente, estaban ansiosos de comprar oro a US \$35 por onza para reventa posterior al precio esperado más alto. Esta

demanda de oro privada ejerció presión hacia arriba sobre su precio, la cual podría aliviarse sólo con las ventas de oro de los bancos centrales, reduciendo las reservas oficiales. Para detener esta salida de oro hacia los compradores privados, se instituyó el mercado doble.

La negativa de los Bancos Centrales a negociar en oro con los individuos y firmas privadas se consideró importante simbólicamente porque representaba un primer paso hacia la reducción de la importancia relativa del oro en el sistema monetario internacional.

Debido a que los Bancos Centrales ya no negociaban oro con los ciudadanos privados, el tamaño de las posesiones de oro se congeló en los portafolios globales de reservas internacionales de los Bancos Centrales. Más adelante, a medida que las reservas internacionales crecieron a través de la acumulación de más dólares en particular, el oro constituyó una fracción en descenso de las reservas totales.

Un desarrollo importante en el sistema monetario internacional ocurrió en 1970 cuando apareció un nuevo activo internacional. Este desarrollo fue la introducción de los derechos especiales de giro (DEG) por parte del FMI. A diferencia del oro y de otros activos de reservas internacionales, los DEG son un activo de papel (algunas veces llamado papel oro) creado por el FMI. El primero de enero de 1970, el FMI simplemente ingresó a los libros de todos los participantes un total de DEG por un valor de US \$3,500 millones de dólares. El DEG en sí se definió como igual en valor a 1/35 de onza de oro y, por lo tanto, igual en valor a un dólar estadounidense. El total de US \$3,500 millones se dividió entre los países miembros en proporción a la participación de las cuotas totales del FMI de cada país miembro. Desde 1970 se han creado DEG adicionales en diversas ocasiones.

Los DEG que recibe un país miembro en una asignación se agregan a sus reservas internacionales y puede utilizarlos para cancelar un déficit en la balanza de pagos en una

forma similar a cualquier otro tipo de activo de reserva internacional. Además, como no son una moneda nacional y eventualmente puede reemplazar monedas nacionales como el dólar en los portafolios de reserva, el nuevo instrumento podría aliviar potencialmente el problema de confianza.

Esta es una característica de los DEG, ya que existen algunos activos que funcionan como dinero y otros no, los activos sirven como dinero si éste se acepta generalmente en intercambio; una parte en una transacción aceptará el activo si sabe que también puede usarlo para adquirir otros activos. Los DEG se han convertido en dinero internacional porque el receptor sabe que puede usarlos para adquirir otras monedas de otros países más tarde. Además, en el esquema de los DEG, cada participante acordó estar listo para aceptar los DEG en la medida del doble de sus asignaciones de DEG acumuladas.

Otra característica de estos DEG es que si un país es un receptor neto de ellos, lo cual significa que posee más de lo que le ha sido asignado por el FMI, recibe un interés sobre sus posesiones en exceso. En forma similar, si un país posee menos de su asignación de DEG, pagará intereses sobre su escasez. Estas reglas ayudan a estimular la precaución en el uso de los DEG.

Una característica final se relaciona con su valoración. En la asignación inicial de este nuevo activo, el DEG era igual a un dólar estadounidense. Con las devaluaciones posteriores del dólar y el advenimiento de mayor flexibilidad en los tipos de cambio durante la década de 1970, se descartó la igualdad del DEG y el dólar. Los DEG se valoran hoy como un promedio ponderado de los valores de cuatro monedas: 39% del dólar estadounidense; 32% del euro; el 18% del yen japonés; y el 11% de la libra inglesa.

Para finales de mayo de 2000, las posesiones acumuladas de DEG de los Bancos Centrales eran de 18,100 millones. Con el DEG igual a US \$1.32002 en ese entonces, el valor de las posesiones en los Bancos Centrales expresadas en dólares era de US \$23,900 millones.¹⁵

Cronológicamente, el siguiente evento de gran importancia ocurrió el 15 de agosto de 1971. En ese entonces, debido al déficit continuo en la balanza de pagos de EUA, la rápida inflación y el crecimiento económico rezagado, la administración Nixon adoptó diversas medidas drásticas. La más importante de ellas: EUA anunció que dejaría de comprar y vender oro a los Bancos Centrales extranjeros. Esta acción equivalía a un abandono del sistema de BW, puesto que la voluntad de EUA de comprar y vender oro a US \$35 por onza había sido el eje de ese sistema. Adicionalmente, la administración congeló de manera temporal los salarios y los precios (para ayudar en el esfuerzo antiinflacionario), impuso un sobrecargo arancelario temporal de 10% a todas las importaciones (para ayudar a reducir el déficit en la balanza de pagos) e instituyó un crédito tributario para nueva inversión productiva (para estimular el crecimiento económico), entre otras acciones. Desde el punto de vista del sistema de tipo de cambio, el cese de la disposición de comprar y vender oro fue el cambio de política clave porque modificó la naturaleza del sistema existente. Sin la garantía de oro, no hubo nada que detuviera al valor del dólar. Los Bancos Centrales extranjeros se vieron enfrentados a la decisión de si continuaban o no comprando y vendiendo dólares a los valores de paridad establecidos antes.

Después de esta acción, hubo considerables turbulencia en el sistema monetario internacional. Para detener la especulación y la incertidumbre, los más altos funcionarios monetarios delegados de las naciones industriales se reunieron en Washington en el

¹⁵ Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas internacionales 2001*.

Instituto Smithsonian en diciembre de 1971 para idear un nuevo conjunto de acuerdos de tipo de cambio. Esta reunión condujo al Acuerdo Smithsonian, que estableció un nuevo conjunto de valores de paridad (llamados tipos centrales). El marco alemán y el yen japonés fueron revaluados en 13% y 17% respectivamente. Los países también acordaron permitir variaciones de 2.25% hacia cualquier lado de los tipos centrales, introduciendo así una flexibilidad mayor de tipo de cambio de la que habían permitido bajo las variaciones de +/- 1% según los acuerdos de BW. Además, EUA cambió el precio oficial del oro de US \$35 por onza a US \$38 por onza. Esta devaluación del dólar frente al oro fue importante en el aspecto simbólico, aunque no el práctico, ya que EUA no estaba comprando ni vendiendo oro. EUA al devaluar su moneda, admitía la responsabilidad política, al menos parcialmente, de los problemas del sistema monetario internacional (a través del déficit continuo en la balanza de pagos estadounidense). El Acuerdo Smithsonian generó optimismo en el futuro entre los gobiernos participantes en los siguientes años. Sin embargo su relación con el Acuerdo Smithsonian fue prematuro, ya que la especulación continua frente al dólar indujo cambios adicionales. Gran Bretaña empezó la flotación de la libra en junio de 1972. A principios de 1972, los seis países de la Comunidad Europea también empezaron una flotación conjunta de sus monedas, lo que significó que esos países (Bélgica, Francia, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Alemania Occidental) mantuvieran sus monedas bastante atadas entre sí (+/- 2.25% de los valores especificados) pero las monedas podían variar en cantidades mayores frente a otras monedas (aunque la variación de 2.25% también se mantuvo frente al dólar). En febrero de 1973 el dólar estadounidense se devaluó de nuevo frente el oro a US \$42.22 por onza). Otras monedas empezaron la flotación bien fuera libremente o en forma controlada en 1973.¹⁶

¹⁶ Yeager, Leland, “*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*”.

El desarrollo siguiente ocurrió con los Acuerdos de Jamaica, suscritos en enero de 1976. Después de consultar con funcionarios de países líderes, el FMI hizo una serie de cambios que se incorporaron a los artículos del acuerdo del organismo. Los más importantes son los siguientes:

1. Cada país miembro era libre de adoptar su propio arreglo de tipo de cambio preferido. Por lo tanto, un país podía atar el valor de su moneda a alguna moneda en particular, o podía dejar que flotara libremente frente a todas las monedas, o atarla a alguna canasta de monedas de países con los cuales estaba más involucrado en comercio.
2. El papel del oro se redujo en el sistema monetario internacional. Con este fin, el precio oficial del oro eventualmente se abolió y el mismo FMI vendió una tercera parte de sus pertenencias de oro. Parte de lo producido se utilizó para beneficiar a los países en desarrollo.
3. Se mejoró el papel de los DEG. Se anticipó que serían muy importantes en los portafolios de activos de reservas de los Bancos Centrales.
4. El FMI debería de ejercer vigilancia sobre el comportamiento de los tipos de cambio. Esto significaba que el FMI tenía la intención de que sus miembros buscaran evitar la manipulación de los tipos de cambio para impedir el ajuste efectivo de la balanza de pagos y que fomentarán los términos económicos y financieros en forma ordenada y un sistema monetario que no tendiera a producir perturbaciones erráticas.¹⁷

Estos objetivos amplios significan esencialmente que el FMI aconseja a sus miembros, a través de consultas regulares, sobre sus acciones de tipo de cambio con el fin de evitar que

¹⁷ Yeager, Leland, “*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*”

el sistema monetario internacional resulte sujeto a una incertidumbre y a inestabilidades considerables.

En conclusión, el orden monetario surgido de los acuerdos de BW no tuvo la liquidez suficiente y este fue asumido por la Reserva Federal. EUA fue el único país capaz de fijar el precio de su moneda en términos de oro, mientras los demás lo hicieron en términos del dólar.

Eventualmente, los dólares acumulados en los Bancos Centrales de Europa y un Japón ya recuperados de la devastación de la guerra no pudieron ser respaldados por el oro de la Reserva Federal, y el Agosto de 1971 el presidente Nixon rompió la relación del dólar y el oro, terminando con el sistema surgido en 1944 en Bretton Woods. Iniciando así el llamado Régimen Dólar-Wall Street.

Se terminó aceptando un ordenamiento de tipos de cambio fluctuantes, donde el dólar continuaba desempeñando el papel de moneda dominante. Esto incrementó la variabilidad de los tipos de cambio. Las consecuencias han sido de gran envergadura, ya que se abrieron oportunidades de apostar sobre los incesantes movimientos de las distintas monedas. Al incrementarse la demanda de los participantes en el mercado por operaciones de apalancamiento, proliferó el surgimiento de nuevos instrumentos financieros tales como los derivados. Los futuros de divisas se introdujeron en 1972, los trueques (swaps) de divisas aparecieron en 1981, y las opciones en moneda extranjera y a futuro en 1982.

Con esto el nuevo sistema monetario internacional se configuraba con características nuevas que no serían las imaginadas en el Acuerdo de Jamaica, en este nuevo orden la especulación sería un factor constante que jugaría un papel determinante en las crisis financieras de los años 80 y 90.

Capítulo 2. Desregulación financiera y flujos de capitales

Introducción

Los procesos de desregulación y de movimiento de flujos de capitales en el mundo se dan dentro de la llamada globalización financiera sin embargo, es necesario destacar sus alcances y limitaciones dentro del actual proceso que deseamos abordar, y para tal efecto podemos mencionar que para Guillen Romo, “una economía propiamente global reclamaría un sistema productivo de dimensiones planetarias, donde todas las empresas- o la mayoría de ellas- fuesen transnacionales y operaran dentro de la lógica del mercado mundial. La economía global implicaría libre movilidad del capital productivo, de los flujos financieros y de la fuerza de trabajo.

Para que la globalización fuera una realidad, se requeriría de la existencia de verdaderos sistemas productivos mundiales, de una moneda única a nivel mundial y de la desaparición de los estados nacionales”.¹

De esta forma sólo asistimos a “financierización” de la economía con la llamada “mundialización financiera”, que “designa la visión del inversor financiero y sus estrategias mundiales de arbitraje entre los diferentes espacios financieros, los diferentes sectores mercantiles y los diferentes valores”²

Con estas acotaciones y con el abandono del sistema Bretton Woods en la década de los setenta, muchos países emergentes de todas partes del mundo emprendieron reformas sustanciales en sus sistemas financieros, y aunque las diferencias entre estos son enormes, tanto en intensidad como en los contenidos, la gran mayoría de ellos van en la misma

¹ Guillen Romo, Arturo, *Mito y realidad de la globalización neoliberal*.

² Chesnais, Francois, *Doce tesis acerca de la mundialización del capital*.

dirección: ampliar el espacio de mecanismo de mercado, limitando los elementos de control e intervención estatal en la asignación de recursos de capital.

Las reformas pretendían la asignación eficiente de los recursos, y para lograrlo era necesario que se profundizara más en la intermediación financiera, sin embargo, esta desregulación no contempló los efectos nocivos que se presentarían en las economías de estos países y que en lo futuro provocaría las mayores crisis financieras desde el fin del Bretton Woods; pero no sólo la desregulación era la falla presente, también la incapacidad de las autoridades regulatorias para controlar los desequilibrios presentados por los flujos de capitales externos.

Esta rápida desregulación y liberalización financiera de los países emergentes incrementaron los flujos de inversiones e intercambios de los fondos prestables, pero no a los niveles alcanzados en los países desarrollados, que según datos del Banco Mundial, sólo representan el 15% de los movimientos mundiales.

Este capítulo muestra la forma en cómo la desregulación financiera llevada a cabo en las economías emergentes generó un gran afluente de activos caracterizados por su corto plazo y alta especulación, y que fueron usados en su mayoría para saldar déficit de la balanza de pagos con ayuda de los intermediarios financieros; estos últimos determinantes en la movilización de los capitales en todo el mundo, generando problemas estructurales con impactos en las principales variables macroeconómicas, por no hablar de las persistentes crisis financieras que se presentan en estas economías.

2.1 Desregulación financiera, intermediarios financieros y tasas de interés.

Es importante diferenciar dos elementos clave, el primero, la regulación financiera que para algunos autores como Eugenia Correa se define como el conjunto de leyes, reglamentos y

normas que las autoridades de determinado país emiten para mantener el control sobre determinado sector, en este caso el que se refiere al financiero, esto forma parte de lo que llamaríamos política financiera, pero considerando las limitaciones sobre lo que se quiere regular y con el fin que se persigue al regular.³

El segundo concepto se relaciona con el alejamiento de las autoridades financieras respecto de los intermediarios y de sus operaciones. Por lo tanto, las reglas que se derivan de las desregulaciones efectuadas en los diferentes países se enfocan al ámbito de la competencia, es decir, los mecanismos de funcionamiento del mercado, los operadores (o intermediarios), los instrumentos utilizados en las transacciones, aunque el objetivo no sea necesariamente regularlos, sino sólo observar que el mercado se comporte de manera eficiente.

Esta desregulación implica a su vez la destrucción de aquellas monedas que no son aceptadas como medios de pago fuera de su territorio, e incluso pueden ser sustituidas por dinero de alta confianza o que tienen capacidad de aceptación internacional, como el dólar o el euro, además de perder el control sobre el sistema de pagos, la política monetaria y política financiera al quedar condicionadas por los movimientos de las tasas de interés internacionales y los tipos de cambio ante las monedas fuertes.⁴

La finalidad de las regulaciones actualmente son las de disminuir los efectos de que pueden provocar algún escenario de crisis en otras ocasiones, las regulaciones buscan que los recursos sean canalizados eficientemente hacia sectores que los demandan. Sin embargo, las crisis financieras pasadas recientes nos indican que las desregulaciones son encaminadas a proteger las inversiones brindandoles las más altas ganancias posibles, no importando si se obtienen en un corto plazo y con inestabilidades económicas o incluso en

³ Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*.

⁴ Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*.

detrimento de los niveles de vida de la población de los países donde se aplican; también para mantener la confianza de los inversores en el sistema financiero nacional, procurándolos ante quiebras o cualquier tipo de fraudes; es más, se hace lo necesario para evitar que se realicen fuga de capitales como son la elevación de la tasa de interés, con blindajes financieros y el control de los tipos de cambio a través de la compra o venta de divisas; lo anterior nos hace suponer que es mejor supervisar las acciones del mismo sistema financiero y no sólo desregular su funcionamiento.

Pero, ¿qué es lo que hay que regular al desregular lo ya existente?, principalmente a los intermediarios financieros y sus operaciones, debido a que el marco regulador que los controlaba se fue modificando para permitirles actuar casi en total libertad (al menos en las economías emergentes). Esto les ha permitido modificar su actuación ampliando su espacio para poder enfrentar las condiciones de competencia, que se agudizó durante el transcurso de la crisis de los años setenta.

Los intermediarios financieros han sido causantes de fuertes presiones para los sistemas financieros al colocar una gran cantidad de acciones y obligaciones en los mercados emergentes y que provocan un proceso de incertidumbre sobre su valor cuando el proceso especulativo se presenta creando un ambiente de pánico que ha culminado en fuertes crisis financieras y grandes fraudes.

El actual sistema financiero y las nuevas modalidades en el financiamiento del desarrollo han hecho que en la globalización financiera los intermediarios se ubiquen en casi todos los mercados del mundo. La desregulación, liberación y el incremento de la competencia entre estos intermediarios, constituyen un proceso iniciado desde el rompimiento de los acuerdos de Bretton Woods en los setenta.

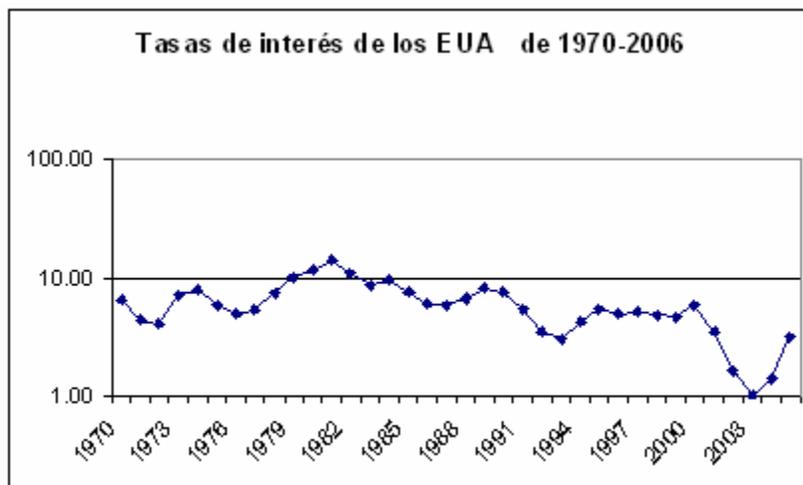
Con estos cambios, el sistemas financiero ha dejado desde hace un par de décadas un mercado segmentado en cada uno de los países y junto a ellos se ha iniciado una fuerte volatilidad en las tasas de interés mundiales, con sistemas bancarios frágiles y economías nacionales débiles, que ocasionan desestabilizaciones en proporciones considerables sobre los sistemas económicos.

Esto sugiere que se han unido mercados financieros con una forma de gobierno y estructuras supra-nacionales que condicionan las políticas económicas de un suficiente número de países (principalmente emergentes) para el presente siglo. Por ello, no es casualidad que los mercados financieros nacionales se encuentren integrados a uno sólo, y que no poseen características semejantes, sino que responden en su desempeño a las variaciones de las tasas de interés y tipos de cambios internacionales, así como a los lineamientos de política monetaria y financiera de los centros económicos hegemónicos.

La competencia generada entre los bancos comerciales con otros intermediarios financieros no bancarios y la pérdida de importancia del papel que la banca comercial había desempeñado tradicionalmente, junto con las operaciones realizadas fuera de balance en el que manejan nuevos instrumentos financieros están llevando a cuestionar si dicha industria se encuentra en proceso de desaparición o simplemente está cambiando en sus funciones.

Estos intermediarios financieros bancarios y no bancarios aprovecharon el abandono del control de paridades fijas y el control de las tasas de interés cuando estas pasaron de ser controladas por el Estado a ser determinadas por el mercado lo que incrementó los flujos de capital hacia los EUA en la década de los ochenta.

Este comportamiento de las tasas de interés se puede observar en la siguiente gráfica ⁵, que nos muestra como la tasa de interés anualizada de la Reserva Federal garantiza el rendimiento de los capitales en aquel país, y que es factor para la disminución de los recursos canalizados a los países emergentes.



Fuente: President Report, 2006.

La gráfica nos da los movimientos de las tasas de interés durante un período de 24 años y se contempla que estas comienzan a ascender en 1972, años antes del rompimiento del Bretton Woods, y que significa que las cuentas de capital comenzaban a ser controladas en un porcentaje importante por el mercado, y que como se dijo, permitió que una gran cantidad de capitales se colocaran en el mercado estadounidense con detrimento de los colocados en los países en vías de desarrollo.

Para 1982 se alcanzaron los niveles mas altos cuando se llegó a más del 16%, momentos en los que las economías emergentes y principalmente las de América Latina entraban en una

⁵ Datos tomados de la página web del President Report varios años.

profunda crisis de deuda debida principalmente por el incremento de las tasas de interés del mercado americano como del eurodólar.

Estas mismas tasas comienzan un período a la baja en la década de los noventa pero manteniendo niveles de los años setenta, que refleja que los capitales invertidos en ese país mantienen un nivel alto en comparación con los invertidos en los países emergentes del mundo, en los que a pesar de mantener tasas de interés relativamente altas no logran atraer capitales como los registrados en los países desarrollados, debido a que los inversores toman en cuenta la fortaleza y crecimiento de las economías con los menores riesgos posibles a fraudes o crisis sistémicas.

Estas modificaciones en las tasas de interés tuvieron una relación estrecha con la implantación del impuesto sobre créditos al extranjero por el banco de Nueva York, con lo que el gobierno buscaba detener la salida de capitales debido a las actuaciones de sus bancos y sus empresas transnacionales, y por los gastos militares en la Guerra de Vietnam y por los incrementos en el gasto público que presionaba fuertemente la balanza de pagos.

En este contexto, los intermediarios financieros y los mismos bancos realizaron operaciones fuera de sus fronteras, ofreciendo tasas pasivas superiores y tasas activas levemente inferiores, que incrementó su presencia en diferentes países del mundo, por ejemplo, en 1960, ocho bancos estadounidenses tenían sucursales en el extranjero, mientras que para 1975, 125 bancos contaban con 732 sucursales en 59 países con activos que rebasaban los 181 000 mdd.⁶

Con las limitaciones internas de las tasas de interés y sus operaciones externas los bancos estadounidenses recavaron recursos que prestaron al mercado nacional en expansión (funcionando como un catalizador para el repunte de la economía que años atrás presentaba

⁶ Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*.

signos de estancamiento) y para el financiamiento de empresas que realizaban operaciones fuera de su territorio.

Esto puede considerarse como el inicio de la desregulación internacional de las tasas de interés, al quedar los bancos estadounidenses operando en dólares fuera de su país y transfiriendo los costos de operación y expansión con base a las tasas de interés americanas.

El manejo de las tasas de interés en el marco de la desregulación fue un acontecimiento que se ha considerado como parte de la globalización al permitir en forma directa o indirecta la transferencia de recursos a diversos demandantes de diferentes países, y que en palabras de François Chesnais representa la punta hacia delante del movimiento de la mundialización de la economía, con un nuevo método de valorización del capital en su forma financiera y en donde las operaciones del capital se refieren a los montos más elevados; y donde finalmente los intereses privados parecen haber retomado la iniciativa frente al Estado.⁷

El incremento de los créditos y su expansión fueron provistos por los mayores bancos comerciales de los EUA hacia las economías emergentes demandantes de recursos acompañados de unos cuantos bancos europeos, japoneses y árabes, que tenían la necesidad de colocar los recursos financieros excedentes que se encontraban en su economía como resultado del auge petrolero de los años setenta.

Esta transferencia permitió a las instituciones acreedoras tener una posición más favorable y ventajosa para demandar de sus deudores políticas monetarias más acordes para sus intereses y exigir así que las reformas emprendidas años atrás se profundizaran en su contenido.

⁷ Chesnais, Francois (Compilador), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*.

Con estas transformaciones los bancos buscaron enfrentar la competencia en un mercado que continuamente se internacionalizaba y que demandaba de ellos la mayor eficiencia en su rol de intermediarios si deseaban mantenerse en el mercado. La expansión del crédito bancario internacional quedaron sujetos a los movimientos en los precios de las divisas y las tasas de interés variables acordes a los nuevos lineamientos del Régimen Wall Street. Sin embargo, este nuevo régimen no garantizaba el control de variables de política monetaria como el control de cambio o tasas de interés y esto lógicamente propiciaba una creciente inestabilidad monetaria y financiera, que los mercados financieros aprovecharon para hacer del mercado de cambios el primer segmento que entrara en la mundialización financiera y donde ahora los activos financieros buscarían valorizarse preservando un grado alto de liquidez, como lo muestra el cuadro 1.⁸

Cuadro 1
El crecimiento del stock de activos financieros de 1980 a 1992, en miles de millones de dólares estadounidenses y en porcentajes

Segmentos	1980 (1)	Porcentaje del total	1991/1992	Porcentaje del total	Tasa de crecimiento anual promedio en plazos reales
Divisas	4,839	43	11,288	32	1
Títulos internacionales	0,207	2	1,465	4	13
Títulos públicos	1,939	18	8,707	25	9
Títulos de empresas bancarias y no bancarias	0,976	9	3,700	10	7
Acciones	2,750	28	10,323	29	6
Total	10,706	100	35,483	100	5

Montos nominales actualizados con los tipos de cambio de 1992

Fuente: McKinsey, 1994.

⁸ Fuente: Mckinsey, The global Capital Markets.

Los bancos estadounidenses vieron incrementadas sus ganancias con las operaciones realizadas fuera de su territorio de manera vertiginosa, transfiriendo recursos a países de Europa y el resto del mundo, propiciando que el mercado de eurodólares se expandiera junto a la cantidad de créditos y montos destinados a los países emergentes, principalmente de América Latina, que por aquellos años se convirtieron en fuertes demandantes de recursos.

Los nuevos recursos debían ser colocados de alguna manera, y los intermediarios financieros tradicionales presentaban una cierta atrofia ante el nuevo contexto financiero, por eso surgieron nuevos intermediarios para la movilización de altos volúmenes de liquidez, de títulos y de acciones de gobiernos, empresas públicas y privadas cuyas operaciones estaban denominadas principalmente en dólares (los recursos movilizados fueron obtenidos del sector productivo y canalizados al sistema financiero con alto riesgo especulativo, pero también de excedentes empresariales).

Las operaciones de los grandes megaconglomerados financieros que operan en los mercados emergentes se ha incrementado a tal grado que representan alrededor del 30% de los activos financieros mundiales en busca de altos rendimientos y cuya liquidez sea inmediata. Por lo que pueden jugar un papel desestabilizador muy importante que en un horizonte de tiempo puede provocar una crisis de magnitudes importantes por el volumen de recursos que maneja ya sean reales o virtuales.

2.2 Análisis de los flujos de capital

En 1973, recién abandonado el sistema Bretton Woods, el comercio mundial de divisas se estimaba entre US \$10 y US \$20 mmd al día. Desde entonces, la mayoría de los países industrializados comenzaron a quitar las restricciones a los movimientos de capital

internacionales, acordes a los movimientos en las tasas de interés de los EUA, es decir, comenzaron a desregular la cuenta de capital de la balanza de pagos con la finalidad de recibir la mayor cantidad de capitales.

Para 1973, los países que habían realizado este proceso fueron: Canadá, Suiza, Alemania (RFA), seguidos por los EUA, Reino Unido de la Gran Bretaña, Japón, Francia, Italia, España y Portugal.

El resultado lógico de lo anterior fue el crecimiento exponencial de los flujos de capital a escala internacional en los principales mercados financieros de dinero y de capital, y junto con ellos los problemas de deflación (ver recuadro 2) y burbujas financieras dada la alta especulación que se origina en estos mercados.

Recuadro 2.

Deflación

La deflación en su forma más convencional es conocida como la contraparte de la inflación, es decir, la baja general de precios. Pero es necesario complementarla con una baja en el nivel general de la actividad económica. Sin embargo, no es pertinente que esta definición se confunda con dos términos: lo que sería la baja de los precios relativos de los precios y la desinflación. En el primer caso los precios de las

mercancías pueden bajar como consecuencia de los bajos costos de producción por insumos más baratos o de una intensidad mayor en el trabajo, o de ambas causas juntas. Estos solo muestra una baja en el precio relativo, que modifica las relaciones de intercambio en el mercado internacional de una mercancías por otras, pero esto no significa que estemos ante una baja de todas las mercancías.

En la desinflación, esta se entiende como políticas realizadas para el control de la

inflación, estas políticas pueden ser a través de la política monetaria realizada por el Banco Central, con la política fiscal o por medio de la reducción de los salarios.

Pero en ninguno de los dos casos se debe confundir con la deflación. Porque esta debe entenderse como la baja de precio de todas las mercancías, aun que estas se presenten a ritmos diferentes, en otras palabras significaría la apreciación del dinero, como su contraparte, que significa la depreciación del dinero ante el aumento generalizado de los precios de las mercancías.

Las condiciones por la que se presenta este fenómeno son el sobreendeudamiento, la desregulación, la apertura a los flujos de capital externos incluso políticas desinflacionarias ortodoxas como las recomendadas por el FMI pueden ser motivo de tendencias deflacionarias de las economías.

Pero existen diferencias significativas con las deflaciones que se presentaron en los años treinta, por ejemplo, Vidal, menciona que durante el período de 1873-1896, cuando se presenta la primera gran crisis del capitalismo, la deflación fue mundial: los precios bajaron ininterrumpidamente por más de 20 años.

En la gran crisis de los años treinta del siglo pasado la situación fue parecida, no obstante el mayor grado de monopolio de las economías desarrolladas. En índice general de precios en Estados Unidos disminuyó 35.6% entre 1929 y 1932.⁹

En concepción clásica la deflación estaba acompañada de reducciones en el nivel general de los precios, sin embargo, actualmente, con los oligopolios, las bajas en los niveles de los precios de las mercancías se evitan al máximo focalizándose a ciertos sectores mientras

⁹ Citas tomadas del artículo de Arturo Guillén Romo, en *Economía Financiera Contemporánea*, Tomo 2, compiladoras Correa, Eugenia y Girón Alicia, también puede consultarse a Kindleberger, Charles, *La crisis económica*.

las demás mercancías registran aumentos de precios.

Así desde la crisis de los años treinta del siglo pasado, el Estado desarrolla instituciones como el Banco Central que funge como prestamista de última instancia en la esfera financiera, con lo que busca evitar deflaciones mayores inyectando grandes cantidades de recursos al sistema financiero. Con esto se pretende evitar crisis financieras que conduzcan a depresiones y se conviertan en crisis sistémicas. Aquí, el Estado puede contrarrestar esta tendencia actuando directamente como empresario o elevando el gasto público y el déficit presupuestal, y por tanto, los niveles de la demanda efectiva.

Con esto, las transacciones no financieras (comercio internacional de bienes y servicios e inversiones directas que tienen un impacto en la economía real de los países) pasaron a ser un porcentaje decreciente del total de las transacciones totales, y una de cada cinco transacciones que se efectuaban en los mercados de Londres y Nueva York fue de tal tipo para 2006, según el informe anual del FMI del 2006.¹⁰

De acuerdo con los datos del cuadro 2 de la siguiente página tomados del FMI¹¹, podemos observar que los capitales que entran a los países emergentes, son muy inferiores a los destinados a los países desarrollados, debido a que los inversores deciden invertir en los países con mejores condiciones económicas que les garantizan una mejor rentabilidad con los menores riesgos posibles; aunque puede verse una mejoría en 1995, pero en los siguientes años se torna de nuevo negativa por los impactos de la crisis de 1994-1995 precisamente porque los mercados financieros de estos países no contaban con la confianza y los recursos necesarios para responder a sus obligaciones, como fue el caso mexicano, al cual la Reserva Federal actuó como prestamista de última instancia al otorgar un crédito por más de 50 mdd que evitó que la crisis se tornara sistémica.

Cuadro 2

Región	Flujo de capitales mundiales, 1985-2004 miles de millones de dólares				
	1985	1990	1995	2000	2004
Mundo	57 645	207 883	341 086	1 344 893	1 798 222
Países desarrollados	42 486	172 072	218 738	1 134 293	1 380 022
Economías emergentes	15 143	35 736	117 544	210 600	418 200

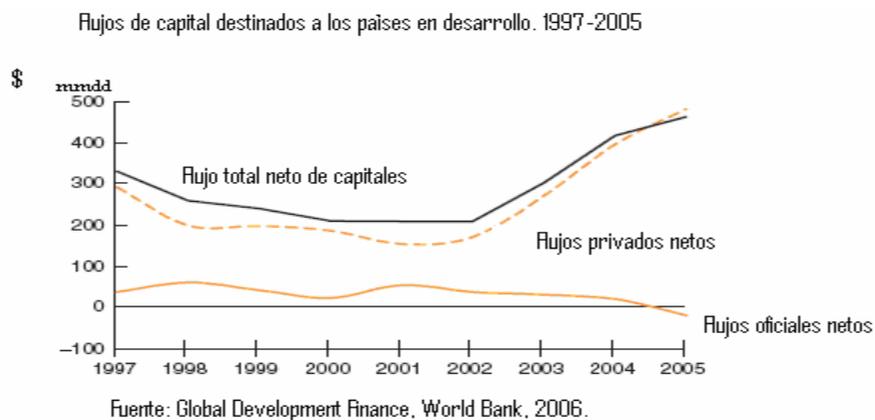
Fuente: FMI, 2006

Sin embargo, los recursos canalizados a estos países se inscribieron en períodos cortos y en sectores no productivos, principalmente en el de los servicios siendo muy volátiles ante los

¹⁰ Fondo Monetario Internacional, *Informe Anual 2006*.

¹¹ Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas*.

cambios en las tasas de interés y tipos de cambios; pero el monto significó que las economías emergentes iniciaran una fuerte lucha por lograr que se colocaran en sus respectivas economías nuevos capitales, profundizando más las desregulaciones financieras. En la siguiente gráfica podemos observar como los movimiento de capital se incrementaron a niveles de los 500 mil millones de dólares anuales, de los cuales más del 80% representan inversiones privadas de agentes no institucionales, y que obtienen rendimientos en el muy corto plazo en estos mercados.¹²



También se aprecia que mientras los capitales oficiales, es decir, aquellos otorgados por instituciones financieras internacionales como lo son el FMI, y el Banco Mundial mantienen una línea casi constante, pero con disminuciones en el año 2005, los flujos privados tienen una pendiente creciente, muy superior a los anteriores, además de su incremento especulativo.

Lo anterior se puede observar en el siguiente cuadro 3 con datos obtenidos del Banco Mundial, en el que se presenta la composición de los flujos de capital.¹³

¹² World Bank, *Global Developing Finance, 2006.*, en este informe se pueden obtener mayores informes sobre los movimientos de capital en los últimos diez años.

¹³ World Bank, *Global Developing Finance, 2006*

Cuadro 3

Flujos de capitales a los países en desarrollo de 1997-2005, en billones de dólares.

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Flujos Privados	293.5	199.3	198.4	187.6	154.4	171.5	271.9	396.6	490.5
Flujos Oficiales	38.3	61.1	42.4	23	55.3	37.7	31.4	21.6	-18.8
Totales	331.8	260.4	240.8	210.6	209.7	209.2	303.3	418.2	471.7

Fuente: Banco Mundial, *Global Developing Finance*, 2006.

Aquí podemos observar que las composiciones de los flujos de capital que son otorgados por los inversores privados sobrepasan por mucho a los oficiales, siendo de 38.3 miles de millones de dólares (mmdd) los privados y de 293.5 mmdd para 1997, mientras que para el 2005, los montos eran los siguientes, 490.5 mmdd los privados y de -18.8 los oficiales lo que confirma la gráfica anterior y que corresponde al incremento de la participación privada en el suministro de capitales al mercado financiero, dejando prácticamente a los tradicionales prestamistas rezagados. Generalmente estos inversores realizan sus operaciones en el corto plazo con fuertes presiones especulativas y desestabilizadoras.

El destino de estos flujos se presentan en el siguiente cuadro 4, en la que se puede constatar que en el año de 1998, la región que más recursos recibió fue Asia en su conjunto, situación que no cambia para el 2005, donde reciben más de 200 mmdd contra 94.4 mmdd en América Latina.¹⁴

¹⁴ World Bank, *Global Developing Finance*, 2006

Cuadro 4

Flujos de capitales a las economías emergentes por región de 1998-2005. En miles de millones de dólares.								
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Asia Pacífico	6.5	28.8	28	39.2	58.9	81.5	125.4	137.7
Centro de Asia	66.7	50.9	51.5	33.1	59.7	101.1	160.2	191.7
Latino América y el Caribe	98.9	95.8	85.2	59.5	28.2	49.9	59.3	94.4
Este Medio y Norte de África	8.1	2.6	3.3	4.8	8.3	7.8	8.3	14.6
Sur de Asia	5.3	3.5	9.7	5.8	10.1	15.8	22.7	23.6
África Sub Sahariana	13.7	16.7	9.9	12.1	6.3	15.8	20.7	28.4

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

Interpretando estos datos, podemos decir que el cambio de los flujos de una región a otra es consecuencia de las mejores condiciones financieras que se dan en estos países sobre todo por los llamados paraísos fiscales, aunado a que esta región ha presentado una mayor flexibilidad laboral en los últimos años, mientras en América Latina se mantienen fuertes controles sobre su fuerza laboral y un sistema financiero muy atrasado con respecto a los de sus contrapartes asiáticas. Sin embargo, esto no debe ser interpretado como motivo para iniciar un proceso de desregulación más profundo y reformas laborales más flexibles.

En el caso del comercio con divisas, antes del rompimiento del sistema de tipos de cambio fijo, dichos intercambios no sobrepasaban los \$20 miles de millones diarios. Hacia 1995 el promedio diario de transacciones ascendía a la suma de US \$1,230 miles de millones de dólares, manteniendo una relación con el comercio mundial en bienes y servicios de 70/1, lo cual era equivalente a la totalidad de las reservas mundiales en oro y divisas.

En el cuadro 5 siguiente puede verse el incremento de las transacciones mundiales en divisas desde el final del sistema de Bretton Woods.¹⁵

¹⁵ Puyana, Jaime, Ponencia presentada en el Segundo Seminario Institucional de Economía Financiera sobre el tema "Estabilidad y Regulación Financiera: Hacia la Construcción de Estructuras Nacionales, Regionales e Internacionales"

Cuadro 5
 INTERCAMBIO DIARIO MUNDIAL DE DIVISAS
 (Miles de Millones de Dólares)

Año	Excluyendo Derivados	Incluyendo Derivados
1977	18.3	...
1980	82.5	...
1983	119	...
1986	270	...
1989	590	620
1992	820	880
1995	1'230.0	1'300.014

Fuentes: New York Federal Reserve Bank (1992, 1995)

Los datos nos muestran que los niveles de intercambio de divisas en el mercado excluyendo los derivados es menor en un gran porcentaje, lo que nos confirma que los destinos de los flujos de capital se enfocan más a la especulación que a sectores productivos en las economías emergentes, este sin embargo, ha adquirido una gran importancia en muy poco tiempo ya que el período es de 1977 a 1995.

Los cuadros 6 y 7 nos muestran el volumen de dichas transacciones comparado con la magnitud del total de reservas y de exportaciones mundiales en los primeros años de la década de los noventa.¹⁶

El porcentaje se incrementa, prácticamente desde 1980, precisamente cuando los mercados financieros mundiales llevan movimientos de divisas superiores a los niveles presentados durante la década de los setenta.

¹⁶ Los datos fueron obtenidos de las paginas web de New York Federal Reserve, Fondo Monetario Internacional y del Bank of England

Cuadro 6

RESERVAS OFICIALES E INTERCAMBIO DE DIVISAS 1977-1995
Miles de Millones de Dólares

Año	Reservas Oficiales Mundiales de Divisas	Reservas + Tenencias de Oro	Intercambio Mundial de Divisas	Reservas/Intercambio Diario de Divisas	Reservas + Oro/Intercambio Diario de Divisas
	-1	-2	-3	(1)/(3)	(2)/(3)
1977	265.8	296.6	18.3	14.5	16.2
1980	386.6	468.9	82.5	4.7	5.7
1983	339.7	496.6	119	2.8	4.2
1986	456	552.6	270	1.7	2
1989	722.3	826.8	590	1.2	1.4
1992	910.8	1'022.5	820	1.1	1.2

Fuentes: New York Federal Reserve Bank (1993, 1995), FMI (Varios Años), Bank of England (1995)

Cuadro 7
VOLUMEN GLOBAL DE EXPORTACIONES Y DE INTERCAMBIO DE DIVISAS
Millones de Millones (Trillones) de Dólares

Año	Volumen Anual		
	Exportaciones Anuales Mundiales (1)	Exportaciones/Intercambio de Divisas (1) (2) %	
	Global de Intercambios de Divisas (2)		
1977	1.31	4.6	28.5
1980	1.88	20.6	9.1
1983	1.66	29.8	5.6
1986	1.99	67.5	2.9
1989	2.91	147.5	2
1992	3.76	205	1.8
1995	4.8	307.5	1.6

Fuente: BIS (1993), New York Federal Reserve Bank (1993, 1995), FMI Varios Años), Bank of England (1995).

De acuerdo con las cifras del Banco de Pagos Internacionales (BPI), el 99.2% de dichos intercambios en 1995 tenía una madurez inferior a un año, con el 43.5% vencándose en un plazo de dos días.

La mayoría de estos intercambios no fueron destinados para el intercambio de bienes y servicios o para inversiones a largo plazo en el área productiva, más bien, fueron programados para períodos muy cortos y por tanto basados en la obtención de ganancias

según los movimientos de los cambios en el valor de los activos; es decir, son altamente especulativos.

Los grandes movimientos realizados a escala mundial de recursos ha necesitado de la presencia de nuevas tecnologías, de la introducción de las redes de información y de los enfrentamientos constantes entre grupos o sociedades financieras que están en permanente lucha por la obtención de los mercados, pero también por la presencia de fuerzas deflacionarias que han comprimido el empleo, la inversión, el crecimiento económico y la devaluación de los activos.¹⁷

Correa ubica estos cambios como parte de los fenómenos que acompañan las principales tendencias de la economía internacional contemporánea. Pero también a un proceso de ruptura de la coherencia de los espacios económicos realizada con base a los términos de competencia de los mercados.

Desde entonces la economía mundial atraviesa por una fuerte competencia que deja fuera el incremento de la tasa de ganancia y en el que las tendencias a contraerla no han funcionado del todo bien, más aún los determinantes del crecimiento económico como el ahorro se redujeron junto con la inversión y el crecimiento, lo cual se explica por las políticas contraccionistas de los Estados ante los incrementos inflacionarios registrados en los años en que los mercados financieros tienen su mayor crecimiento.

La internacionalización financiera seguida que se obtiene por el proceso liberalizador de los flujos de capitales se ha caracterizado por tener momentos de expansión y de contracción, para el primero hubo momentos en que fue mayor que el ritmo inflacionario, porque la tasa de crecimiento medio del volumen de operaciones internacionales ha sido promedialmente superior al alza general de los precios.

¹⁷ Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*.

Esta expansión estuvo a cargo de los bancos comerciales, y según datos obtenidos de Eugenia Correa, el monto total de préstamos bancarios internacionales brutos en el mundo fueron cercanos a los 43, 000 mdd en el año de 1965, monto que llegó a los 1, 888, 000 mdd para 1981.¹⁸

El cuadro 8 siguiente muestra los datos obtenidos del Banco de Pagos Internacionales que reflejan los aumentos de los préstamos bancarios internacionales de 1975 a 1983, y en el que se observa que en 1975 el monto prestado por los bancos externos fue de 78.8 mmdd alcanzando un máximo en 1981 de 264.8 mmdd y que disminuye después de este año para ubicarse en 105.7 mmdd, que se explica por la crisis de deuda de 1982 y en la que el crédito externo se redujo considerablemente hacia los países emergentes.¹⁹

En el período de 1966-1980 el proceso inflacionario había registrado un incremento anual del 11.5% inferior al de los préstamos bancarios, que lo habían hecho 28% en el mismo lapso de tiempo.

¹⁸ Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*.

¹⁹ Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anua*. Varios Años.

CUADRO 8
ESTIMACION DEL FINANCIAMIENTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES

(En miles de millones de dólares)

Componentes del financiamiento internacionales	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
Prestamos bancarios externos	78.8	105.6	109.3	215	217.6	241.1	264.8	180.5	105.7
Préstamos locales en moneda extranjera									
Menos: depósitos interbancarios	38.8	35.6	34.3	125	92.6	81.1	99.8	85.5	20.7
1. Crédito bancario internacional neto	40	70	75	90	125	160	165	95	85
2. Colocación neta de euronotas									
Total de emisión de bonos internacionales	22.8	34.3	35	37.5	37.8	39.4	49	74.3	73.8
Menos: vencimientos y recompras	3.3	4.3	5.5	8.5	9.3	11.4	12.5	15.8	15.8
3. Financiamiento neto en bonos internacionales	18.5	30	29.5	29	28.5	28	36.5	58.5	58
4. 1+2+3 Total del financiamiento internacional	59.5	100	104.5	119	153.5	188	201.5	153.5	143
Menos: doble conteo									
5. Total neto de financiamiento internacional	57	96.5	100	113	146	180	195	145	130

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anual*, varios años.

CUADRO 8 continuación
ESTIMACION DEL FINANCIAMIENTO EN LOS MERCADOS EMERGENTES
(en miles de millones de dólares)

Componentes del financiamiento internacionales	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Prestamos bancarios externos	124.1	233.5	517.3	567.8	436.1	684.9	608.3	-54.7	186	317.4	268.4	657.4
Préstamos locales en moneda extranjera					74.8	122.2	106	-48.7	-39.9	.0.9	-5.1	-5.7
Menos: depósitos interbancarios	34.1	128.5	352.3	312.8	250.9	397.1	249.3	-183.3	18.3	121.5	83.2	336.7
1. Crédito bancario internacional neto	90	105	165	255	260	410	465	80	165	195	180	315
2. Colocación neta de euronotas					19.9	8	33	34.9	40.4	72.1	140.2	192.4
Total de emisión de bonos internacionales	108.4	164.5	221.5	175.6	221.6	264.7	239.8	319.7	332.6	437.1	381.1	359.9
Menos: vencimientos y recompras	25.4	39.5	65.5	71.6	82.5	89.6	107.7	149.3	223.5	306.8	227.9	239.2
3. Financiamiento neto en bonos internacionales	83	125	156	104	139.1	175	132.1	170.5	109	130.3	153.9	120.8
4. 1+2+3 Total del financiamiento internacional	173	230	321	359	419	593.1	630.1	285.4	314.4	397.5	474.1	628.2
Menos: doble conteo	28	55	76	44	69	78.1	80.1	40.4	69.4	127.5	69.1	118.2
5. Total neto de financiamiento internacional	145	175	245	315	350	515	550	245	245	270	405	510

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Informe Anual*, varios años

Lo anterior nos indica que las operaciones bancarias internacionales son mayores que las actividades locales de los mismos y este se refleja en el balance, en el cambio de estrategia de expansión, y en los costos de intermediación bancaria.

En los dos últimos años de la década de los setenta se dan aumentos en la tasa de interés reales junto a cambios en las políticas monetarias y fiscales de EUA como de Japón y Alemania que contrajeron los mercados financieros hasta ya entrada la década de los ochenta. Este hecho demostraría porque cuando se presenta la “Crisis de deuda” en los países emergentes los créditos se contraen ubicándose en los países antes señalados como consecuencia del incremento de la tasa de interés, incrementando el servicio de la deuda que alcanzaría niveles no registrados anteriormente.

Ya para la segunda mitad de los ochenta los mercados financieros presentan de nuevo un crecimiento que llega hasta los inicios de los noventa, pero para 1991-1992 se da una contracción que es frenada por los incrementos en la emisión de bonos gubernamentales.

En 1994, los préstamos bancarios e interbancarios se contraen nuevamente -parecidos a la crisis mexicana, que de no haber sido solventada por los EUA y el FMI hubiera generado una crisis con rasgos sistémicos- para reactivarse en 1995 como se observa los cuadros anteriores precisamente en momentos en que se gestaban fusiones y adquisiciones de empresas estatales.

Por esto se considera que los depósitos interbancarios han sido determinantes en la recuperación de los mercados financieros internacionales, tanto para los préstamos como para la emisión de acciones, como se mostró en los cuadros anteriores, en los que se contempla que son entre un tercio y la mitad de flujos de préstamos bancarios brutos mundiales.

Su crecimiento menor en los años de 1979-1980 antecede a la crisis de 1982 que contrajo los créditos, sin embargo, se recuperan hasta 1985 y 1989 cayendo fuertemente en 1994.

La recuperación de los créditos lleva consigo el incremento en los costos de intermediación bancaria, de suerte que los bancos con balances menos sólidos tuvieron que pagar primas de riesgo para captar más fondos.

Como lo muestra el cuadro 9, en términos generales los costos operativos de los bancos de algunos países de América Latina, Asia y algunos desarrollados, en la que se emprendieron desregulaciones financieras, son mayores con respecto a otros países; pero también se aprecia que los márgenes bancarios (spreads) son excesivos y tienden a crecer desde las reformas, lo que sugiere que pese a la eliminación de barreras a la entrada, los mercados aún son imperfectamente competitivos.²⁰

Cuadro 9
Indicadores bancarios de economías emergentes y desarrolladas, 1995-2004
(Porcentajes respecto a los activos totales)

País	Costos operativos	Margen neto de interés
Argentina	6.3	7.2
Brasil	6.7	6.7
Chile	3.2	5.7
Colombia	7.5	10
México	3	4.4
Venezuela	7.3	17.2
Corea	2.1	2.2
Tailandia	1.8	3.6
EUA	3.4	3.8
Europa (Grupo de los Diez)	1.9	2

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Anual Report*, Basilea, 2005.

²⁰ Banco de Pagos Internacionales, *Anual Report*.

Las reformas hechas ampliaron la gama de activos, instituciones y mercados de valores, éstos últimos irrumpieron con notable fuerza tanto los de renta variable como los de bonos, incluso su crecimiento fue mayor que la de otras actividades. De 1990 a 2003, el volumen de capitalización bursátil- Capitalización bursátil es un término financiero referente al valor conjunto de todas las acciones comunes, cotizables o puestas en la bolsa por una compañía anónima.

El valor total se deriva de la multiplicación de la cantidad total de acciones comunes en el [mercado](#) por el precio al momento de la cotización de la misma.-se incrementó en 400%, frente a ritmos de crecimiento muy inferiores en otros mercados incluso en países desarrollados, como lo muestra siguiente cuadro. ²¹

Cuadro 10
Mercados de capital de economías emergentes y desarrolladas, 1990-2003
(Coeficiente de capitalización bursátil respecto al PIB)

	Acciones		Bonos	
	1990	2003	1990	2003
Argentina	2.4	13.4	7	18.3
Brasil	3.7	26.2	-	-
Chile	44.9	109.4	9.6	18.4
Colombia	3.5	23.9	1.6	4.9
México	14.1	36.3	8.7	2.9
Venezuela	17.2	4.9	5.2	11.1
Taiwán	62.3	74	5.6	13.6
Corea	44	40.2	19.7	24.1
EUA	56.3	94.7	108.3	123.4
Japón	99.5	72.1	78	88.4

Fuente: Banco de Pagos Internacionales, *Anual Report*, Basilea, 2005.

²¹ Banco de Pagos Internacionales, *Anual Report*.

Este período también se ha caracterizado por la presencia de elementos que por momento frenan las tendencias deflacionarias de las crisis. Como consecuencia, se ha argumentado que la deflación ha sido frenada en lo financiero por el establecimiento de un rendimiento “piso” de los valores gubernamentales y del crecimiento de la deuda pública; de la diversificación que se lleva a cabo de los portafolios de inversión mediante la movilización de activos no financieros de los países emergentes; de los apalancamientos en los procesos de fusión y compra realizada entre los consorcios; de la multiplicación de los instrumentos de cobertura usados por los agentes financieros y colocados por los intermediarios financieros, y por los procesos de privatización de los activos públicos.

Situación que ha generado diversas crisis financieras que han agravado las tendencias deflacionarias en varios países, al tiempo que se hace latente una crisis sistémica generalizada.

2.3 Inestabilidad en los mercados emergentes.

Es importante destacar que la desregulación financiera provocó gran movilidad de flujos de capital, tal como fue apreciado en los apartados anteriores, pero también provocaron una gran inestabilidad financiera porque parte de esos capitales han sido especulativos, por tanto, los escenarios de crisis han acompañado a este proceso.

Después de haber crecido vigorosamente a principios de la década de los noventa, los flujos de capital destinados a los mercados emergentes cayeron abruptamente entre mediados de 1997 y finales de 1998, como consecuencia de las crisis financieras que se desencadenaron en Asia y en Rusia. La recuperación no ha obrado igual para todos después de los niveles mínimos presentados en el año de 1998, fecha en que el monto bruto de financiamiento

privado a los mercados emergentes había bajado hasta casi un tercio del nivel que tenía justo antes de la crisis asiática. Después de haberse mantenido relativamente reducido durante 1999, este financiamiento registró un auge a inicios del 2000 para caer al final del año.

Además, esta volatilidad ha venido acompañada de una dispersión considerable de la composición de flujos de capital, tanto en regiones y países y también por tipo de instrumento.

Desde 1998 Asia ha encabezado la mayor recepción de capitales, y el monto bruto de los flujos de cartera hacia la región, que se ubican en 1998 en cerca de 73 mmd de dólares para finalizar en 2005 con más de 300 mmd, pese a la desaceleración presentada en los EUA. En esta región se observó un aumento de los compromisos de préstamos provocado casi en su totalidad por dos préstamos muy grandes (para el sector de infraestructura de la provincia de Taiwán y para la Región Administrativa Especial de Hong Kong) que sumados, representaron más de las dos terceras partes de dichos flujos.

Las emisiones de bonos disminuyeron un poco, mientras que el financiamiento por medio de la emisión de acciones se duplicó en el 2000, correspondiendo a Asia unas tres cuartas partes de las colocaciones externas de acciones de mercados emergentes.

Una parte sustancial de las inversiones de cartera en participaciones de capital se ha dirigido a empresas de tecnología de la información, a consecuencia de su rápido crecimiento en el último año y el optimismo de los inversionistas hacia el sector.

Como reflejo de la importancia del sector de tecnología en la información y de la capitalización relativamente alta del mercado de Asia, los flujos brutos de inversiones en participaciones accionarias hacia esta región parecen haber sentido la influencia de las fluctuaciones de las cotizaciones de estas empresas en el mundo.

Cuando disminuyó la demanda de estas acciones en el 2000, los flujos perdieron velocidad, sumado a la menor emisión de bonos en los años siguientes hizo que el total de financiamiento bruto a Asia se redujera durante considerablemente como se pudo ver en el cuadro 4 del capítulo 2 referente a los flujos de capital.

Comparado con el de Asia, el financiamiento privado a otras regiones se mantuvo relativamente deprimido durante varios años como es el caso de América Latina. En el 2000 los flujos destinados a esta zona fueron especialmente altos con respecto a los siguientes tres años, inducidos por el auge de las emisiones de los gobiernos y otras colocaciones del sector público.

El monto bruto de los flujos a los países con economías emergentes de Europa, Oriente Medio y África también subió, impulsado por las grandes emisiones de bonos gubernamentales realizadas por unos cuantos países. Este auge de emisiones se detuvo en el 2000, pero hasta el 2006, los niveles habían crecido en porcentajes mayores.

A medida que fueron aumentando los diferenciales de los bonos de mercados emergentes, se pospusieron las nuevas emisiones y algunos gobiernos recurrieron en mayor medida a los mercados nacionales de capital para poder atender sus necesidades de financiamiento, lo que por lo tanto contribuyó a la marcada caída del total de los flujos de financiamiento externo. Con todo, como en Asia, se notó cierta recuperación en los años siguientes.

Si bien el monto bruto de financiamiento privado ha aumentado, los flujos netos de capital han seguido declinando, lo que es atribuible a los apreciables reembolsos de deudas efectuados por unas pocas economías grandes y a la gran reducción de los compromisos externos asumidos por los bancos (sobre todo en Asia).

Dentro de las proyecciones, los flujos de capital, aumentarán en los siguientes años, debido sobre todo al buen comportamiento de las economías, que como se mencionó en el apartado

anterior, han mantenido niveles de financiamiento casi constante. Estos se incrementarán a las regiones de Asia como se han realizado en décadas pasadas, con mejoría en las economías de América Latina.

Los flujos de capital en el nivel de la inversión extranjera directa se han mantenido estables, pero sin incrementos considerables, en comparación con los años anteriores de la crisis donde los niveles bajaron en cantidades importantes.

Otros flujos de capital, entre ellos los préstamos bancarios, han mostrado una volatilidad mucho mayor. Cayeron durante la crisis asiática de 1997-1998 y lo siguieron haciendo en los siguientes años. Debido principalmente a que los bancos asiáticos aceleraron los reembolsos de los préstamos del exterior y trataron de reducir este tipo de compromiso, y también al impacto positivo que tuvo el encarecimiento del petróleo en la liquidez de los países de Oriente Medio.

Las inversiones de cartera también han sido bastante móviles que la inversión extranjera directa; aumentaron con rapidez a principios de los noventa, después cayeron bruscamente en 1997-1998 durante la crisis y más tarde se recuperaron. La mayor movilidad de estos flujos de capital en relación con la inversión extranjera directa se nota todavía más cuando se examinan las fluctuaciones por regiones.

Por ejemplo, los flujos hacia América se redujeron marcadamente durante la crisis “Tequila” de 1995 producida por la gran devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994, volviendo a subir en 1996 y manteniendo su signo positivo durante la crisis de Asia y de Rusia de 1997-98. En cambio, los flujos netos de cartera a Asia se mantuvieron en rápido aumento durante 1994-95 en medio de la turbulencia financiera que asolaba a América, pero pasaron a tener signo negativo en 1998 antes de recuperarse en 1999 y principios de 2000.

Para poder entender mejor las fluctuaciones del financiamiento externo de los mercados emergentes y evaluar con más precisión los riesgos y las perspectivas de una recuperación continua, es útil diferenciar entre los factores de rechazo producidos por lo que ocurre en las economías avanzadas y de atracción que ocurre en las economías con mercados emergentes.

Entre los primeros el financiamiento externo bruto hacia los mercados emergentes ha influido mucho la situación monetaria de las economías avanzadas, sobre todo de EUA. Cuando en los países adelantados hay más (menos) restricciones en cuanto a liquidez, producidas por una política contraccionista o expansiva de la política monetaria suela haber también diferencias para las emisiones soberanas y menores flujos de capital hacia Asia y América Latina.

El panorama monetario y financiero, en un ambiente de deflación vuelve compleja el comportamiento del sistema económico y con el ciclo alcista que mantiene las tasas de interés en los mercados más importantes -EUA, UE y Japón-, incrementa la incertidumbre en el resto de los mercados, volviéndolos más volátiles.

Por tanto, es importante mencionar que la búsqueda de la renta en los mercados financieros ha incrementado la incertidumbre, inestabilidad y con ello la burbuja financiera, lo cual se observa en el incremento de la inflación financiera; todo esto en algún horizonte de tiempo tenderá a revertirse lo que provocará, dado los volúmenes de liquidez (que en la mayoría de los casos es virtual), tendrá efectos negativos en la economía mundial , ya sea en el producto, inversión, consumo y en el empleo y sus consecuencias que tiene todo esto.

Capítulo 3. IMPACTO MACROECONÓMICO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Introducción

El dinamismo que ha presentado la esfera financiera, y que ha tenido un crecimiento cualitativamente superior a los indicadores macroeconómicos como son la inversión, el PIB o el comercio, es quizá el factor que más se ha transformado en los últimos 25 años a partir del rompimiento de Bretton Woods.

La distinción entre los tipos de inversión es esencial para conocer si el crecimiento de las economías es real o solamente “virtual”, y esta a su vez si ha generado expectativas de crecimiento y desarrollo en las economías donde deciden ubicarse.

La demanda efectiva que corresponde a cada nivel de empleo está distribuida en producción de bienes de consumo e inversión de bienes de capital. A grandes rasgos, es necesario remarcar que el producto y el ingreso los determina el empleo y para que la demanda efectiva no sea insuficiente se requiere que la inversión complemente la diferencia entre el ingreso y el consumo, que resulta de la propensión marginal a consumir menos que la unidad. Así pues, llegamos a la conclusión de que el producto lo determina el empleo, y el nivel de este viene determinado por la inversión, y la demanda efectiva será suficiente si la demanda para el consumo se complementa con la demanda de mano de obra empleada en la producción de bienes de capital.¹

La producción y el empleo no son variables que se puedan manejar, orientar ni estimular mientras haya fuerza de trabajo disponible. Basta que la inversión sea en flujos de capital nacionales o extranjeros suficientes para generar una demanda efectiva tan alta como se desee, si se consideran los mecanismos que inducen al mismo proceso de la inversión.

¹ Keynes, Maynard, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*

Sin embargo, es necesario mencionar que las inversiones que se esperan para obtener resultados positivos sobre el crecimiento de la economía deben de carácter directo y no sólo de cartera, como hasta el momento ha quedado señalado.

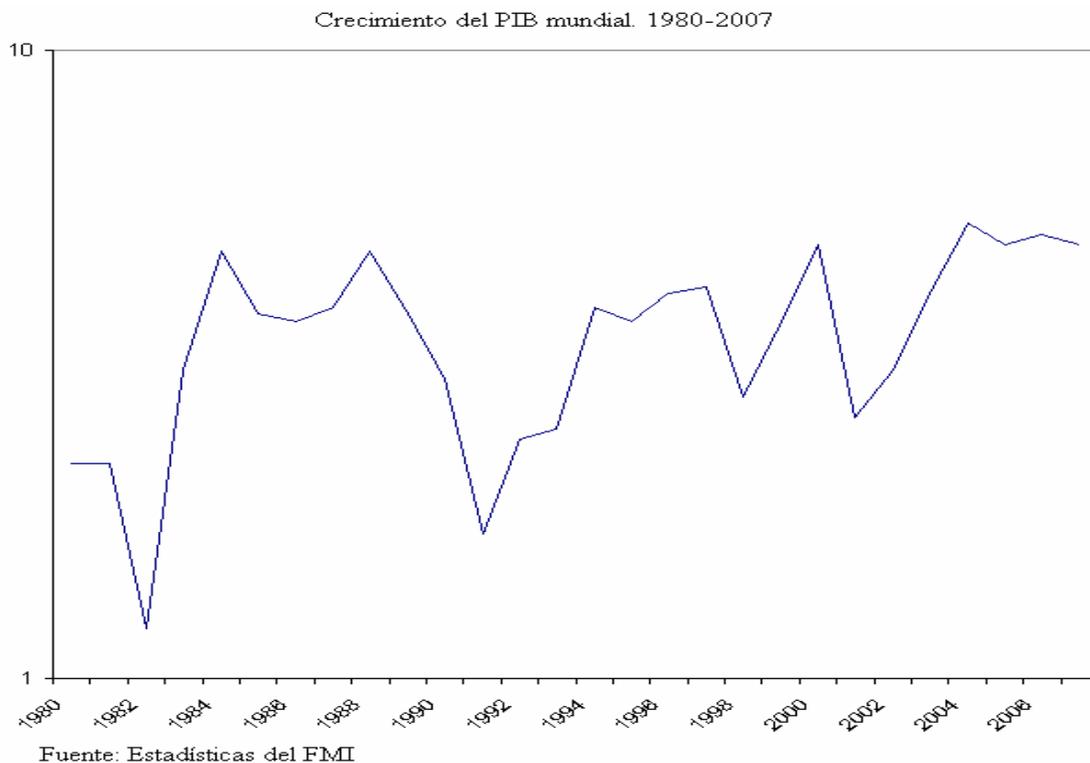
En este capítulo, analizaremos ¿Cómo? el crecimiento acelerado de la esfera financiera, la liberalización y la desregulación de los sistemas financieros nacionales, así como la transición de un régimen de finanzas administradas a un régimen de finanzas de mercado, han llevado a la circulación mundial de grandes cantidades de capitales a las economías emergentes y que son destinados en su gran mayoría a inversiones de tipo especulativo y que han provocado desaceleración en las principales variables macroeconómicas en estas economías.

3.1. Producto Interno Bruto Mundial e Inflación

En el periodo de 1980 a 2006, el desempeño de las economías emergentes es particularmente pobre, con base a los datos obtenidos del Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional en sus informes anuales. Los niveles de las principales variables macroeconómicas dan cuenta de lo anterior, con niveles de inflación controlados pero no necesariamente bajos como lo reporta el Banco de Pagos Internacionales en su informe anual 2006, que los ha llevado a mantener niveles también bajos de crecimiento, de formación bruta de capital, de empleo, e inversión productiva, entre otras importantes variables.

La siguiente gráfica número 1 nos muestra el comportamiento y las transformaciones del PIB mundial en el período de 1980 al 2007.²

² Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas internacionales*. Varios años.



En el gráfico se observa un crecimiento en los niveles de crecimiento del PIB desde 1983, en estos años la economía estadounidense iniciaba su recuperación después de un fuerte estancamiento desde los setenta, años en que los niveles de crecimiento y empleo se vieron afectados fuertemente y que mejoraron durante los años de la administración Reagan.

En 1984 el PIB mundial llegó al 4.8%, cifra que se repite hasta 1988, período en que la mayoría de las economías emergentes y con fuertes presiones inflacionarias y de deuda iniciaron un proceso de apertura de sus cuentas de capitales que los obligó a iniciar una nueva era de endeudamiento y de cambio en las políticas económicas y que en más de 25 años los ha mantenido sumidos en un nulo crecimiento real (estas condiciones macroeconómicas han generado un desigual crecimiento económico en este tipo de países); sin embargo, los niveles no se recuperan en los siguientes años, sino hasta el 2000.

En este período, se presentan diversas crisis financieras recurrentes tanto en regiones como países, así como en instituciones financieras o empresas de carácter global.

Iniciando con la crisis de 1987 con los llamados “bonos chatarra”, la de 1994 mexicana, que obligó al gobierno de los EUA a otorgar un préstamo por más de 50 mmd para evitar una crisis con rasgos sistémicos en la región, pero también para proteger a sus inversionistas que realizaban operaciones en el mercado mexicano. Continuando con la crisis de Indonesia en 1997 y que se dispersó por Asia, seguidas de la rusa y brasileña y culminando esta serie de crisis sucesivas en regiones o países con la crisis turca y de Argentina.

Iniciando la década se presentaron diversas quiebras en empresas denominadas PUNTO.COM, que transformó el papel regulador de las instituciones monetarias y financieras y partir de este periodo se presenta un relativo estancamiento.

En este contexto, en los últimos años, la economía mundial creció con relativa intensidad, como se puede apreciar en los años 2005 y 2006, alrededor del 4.9% y 5.1% respectivamente, manteniendo los niveles de inflación pese a los incrementos de los precios del petróleo de los últimos meses. Este crecimiento se debió principalmente al dinamismo de la economía norteamericana y china, que se generalizó a los países de Europa y Japón. Las proyecciones para el 2007 rondan en un 4.9%.

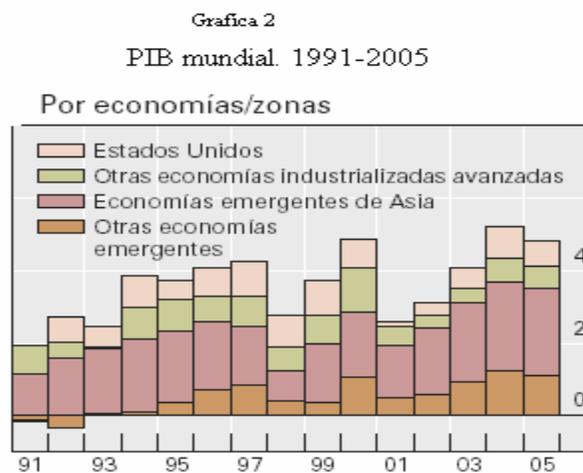
El relativo crecimiento y la contención de la inflación se explican porque a pesar de un entorno mundial muy inestable, los precios de las materias primas se incrementaron, junto al repunte de la economía estadounidense que jaló a las economías que dependen fuertemente de sus importaciones.

Las condiciones financieras a escala mundial siguieron respaldando el crecimiento en los principales países industriales, como lo señala el Informe 76 del Banco de Pagos

Internacionales de 2006, pese a la supresión gradual del tono acomodaticio de la política monetaria de los Estados Unidos, y en parte a la zona del euro.

Estas condiciones se obtuvieron por la tranquilidad de los mercados financieros, pese al deterioro de los componentes de la balanza de pagos en particular en cuenta corriente de los EUA cercana a los 100 mddd.

Pese a estas condiciones de la economía estadounidense algunos analistas prevén que seguirá siendo el motor de la economía mundial en los siguientes años, aunque otros menos conservadores afirman que entró en franca desaceleración. Pero a pesar de este debate podemos observar en la siguiente gráfica número 2, que ésta economía contribuye en gran medida con el crecimiento del PIB a escala mundial, al menos en los últimos 15 años, muy por arriba de las economías asiáticas.³



Fuente: FMI, 2006

El comportamiento de la economía mundial sugiere la continuidad del crecimiento con control sobre los índices inflacionarios como se ha presentado en los últimos años; sin embargo, existen otros elementos en la expansión de la economía mundial que habría de

³ Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial*

considerar y que son menos favorables, como lo son los continuos déficit públicos, los bajos e incluso negativas tasas de ahorro en los países desarrollados, junto a los bajos niveles de inversión privada y los continuos déficit en cuenta corriente de una gran cantidad de países.

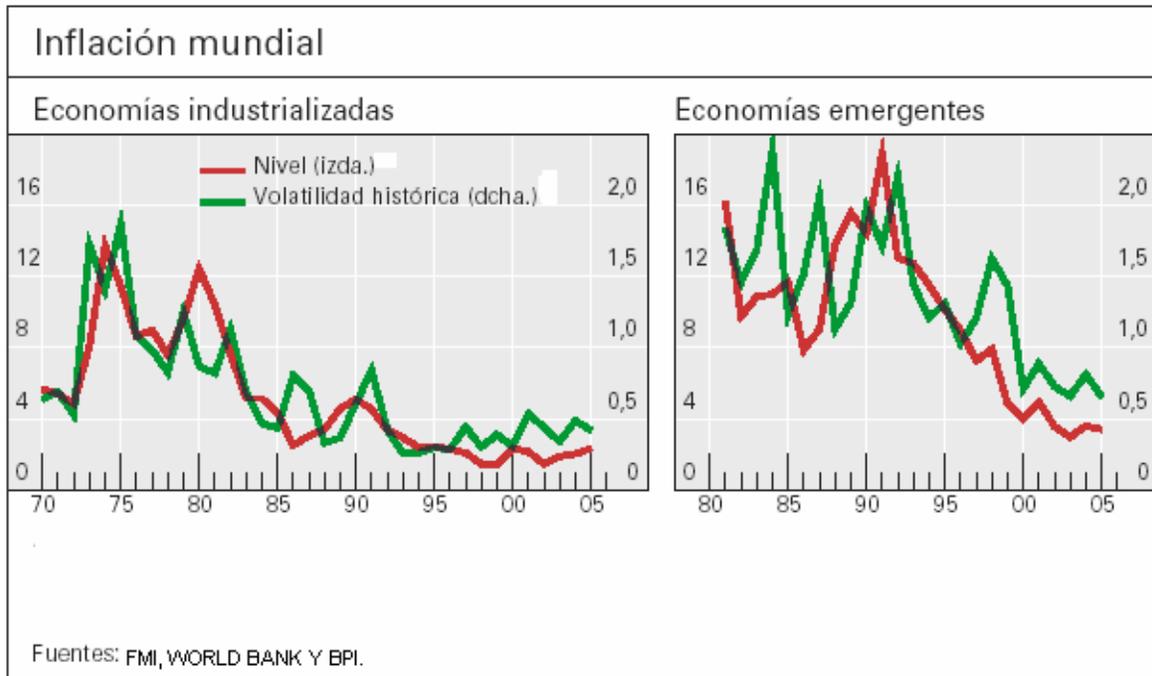
El control inflacionario es incierto debido a las volatilidades presentadas en los precios del petróleo que en el último año ha registrado niveles históricos y que limita en gran medida que los indicadores de crecimiento se mantengan al menos en los niveles existentes a la fecha, por ejemplo, los precios al contado del crudo alcanzaron los 70 dólares por barril en agosto de 2005, con una subida en torno al 60% desde el comienzo del ejercicio.

Pero como se mencionó líneas arriba, la contención de la inflación motivada por los precios del petróleo se pudieron mantener debido a la aplicación de la moderación salarial y a la limitada capacidad de las empresas de influir en la formación de los precios.

Los niveles de inflación de los países avanzados y emergentes se presentan en la siguiente gráfica 3, donde se puede observar el continuo ascenso de esta en ambos tipos de economías, y que se pueden explicar en gran medida por la conducción de la política monetaria, y por la integración internacional de los mercados de bienes y de factores de la producción, junto a los cambios de las condiciones de oferta y demanda mundial. Este punto es decisivo por el potencial económico de China, India y los países del antiguo bloque soviético.⁴

⁴ Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial*, World Bank, *Global Developing Finance*, Banco de Pagos Internacionales, *Reporte Anual*.

Grafica 3



De acuerdo con las condiciones de crecimiento de la economía mundial, es necesario revisar cuál ha sido el desarrollo de las economías emergentes ante los movimientos de los flujos de capital que desde los ochenta se han incrementado, por eso, el siguiente apartado tenderá a mencionar estas características.

3.2 Comportamiento estructural en América Latina.

Si particularizamos el análisis para las economías emergentes podemos observar que han presentado un crecimiento débil, contrario a lo que se esperaba con la apertura comercial y financiera.

Para las economías de América Latina y el Caribe se puede observar (Cuadro 1) que el crecimiento del PIB ha sido muy bajo, vemos que el crecimiento registrado en el periodo de

1981-1990 sólo fue de 1.1% debido principalmente a los impactos de la crisis de deuda de la región, la cual comprimió los niveles de inversión y gasto público.⁵

Sin embargo, en el período de 1991-2000, el nivel aumenta sólo a 3.3% semejante al registrado en 2004, situación que se debe básicamente a las políticas contraccioncitas de los gobiernos tendientes a mantener niveles bajos de inflación a costa de cualquier aumento en el gasto social y formación bruta de capital fijo, lo que sin duda estanca los niveles de crecimiento del empleo y de crecimiento económico.

Cuadro 1

Producto Interno Bruto de América Latina y el Caribe de 1980 al 2004									
Años	1981-90	1991-00	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB	1.1	3.3	2	0.1	3.7	0.3	-0.6	1.3	3.8

Fuente: Banco Mundial, *Global Developing Finance*, 2006.

Recordemos que la participación de estos países en conjunto al producto mundial es sólo de alrededor del 10%, lo que traducido a impactos sobre beneficios sociales y económicos se vuelven insuficiente; estos niveles son insuficientes para lograr cualquier nivel mínimo de inversión en formación bruta de capital y de niveles de empleo como se verá en el siguiente apartado.

Estas condiciones son muestra de que la situación de América Latina no es muy buena en comparación con otras regiones del mundo, en la actualidad los niveles de pobreza, pobreza extrema, migración, comercio informal han sacudido a esta región y en el corto plazo no parece existir algún plan para disminuir sus efectos.

⁵ World Bank, *Global Developing Finance*, 2006.

Sin embargo, los recursos destinados al pago de deuda profundizan más los problemas lejos de mantener finanzas sanas como se ha tratado de mantener desde hace más de 25 años en la región.

Las condiciones de América Latina y el Caribe son especialmente dramáticas, esta región del mundo fue la primera en implementar políticas de corte neoliberal con las que el Estado se minimizó en el manejo de la economía. No obstante el componente desestabilizador de los flujos de capital tiene a esta zona en un permanente estancamiento económico y bajos niveles de empleo.

En el cuadro 2 se presentan los ingresos per cápita de la región de 1981 a 2004.⁶

Cuadro 2

PIB per cápita de América Latina y el Caribe de 1981-2004.									
1981-90	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
-1	2.3	-0.1	-1.7	2.2	-0.9	.3.6	-1.6	2.3	

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

El ingreso per cápita en general es negativo, durante los años posteriores a la crisis de deuda de 1982, este se ubicó en promedio en -1.0% lo que generó una recesión económica, contrayendo los niveles de consumo y el mercado interno.

En promedio de 1991-2000 el nivel parece mejorar colocándose en 2.3%, pero este cae de nuevo en 1999 cuando se ubica en -1.7% como consecuencia de las crisis financieras que se presentan en los mercados emergentes y por la recesión que se presentaba en los EUA que afectó prácticamente a toda la zona,

Este ingreso per cápita es negativo hasta el año 2003 cuando se ubica en -1.6%, y manteniéndose positiva en el 2004 con un 2.3% momentos antes de que la crisis financiera

⁶ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006.*

mexicana los redujera aún más; sin embargo, el nivel no logra superar al promedio de 1991-2000.

Los niveles del ingreso per cápita que se presentan dan cuenta de cual es el tamaño del empobrecimiento de la población de la zona, la cual ve mermados sus ingresos reales una vez que los niveles del PIB per cápita se reducen, y si a esto presentamos los niveles de inflación las condiciones se tornan más difíciles, por ejemplo en el siguiente cuadro 3 vemos el comportamiento de esta junto a los niveles del PIB.⁷

Cuadro 3

PIB e Inflación de América Latina y el Caribe de 1981-2004.									
	1981-90	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB	1.1	3.3	2	0.1	3.7	0.3	-0.6	1.3	3.8
Inflaci	17.3	11.9	8.2	4.6	7.5	5.6	5.8	4.2	4

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

Desde 1981 a 1990 el promedio de la inflación alcanzó el nivel de 17.3% mientras el PIB sólo llegó a un 1.1%, esto es dramático para la zona debido a que la generación de riqueza que se producía o prácticamente la nula riqueza que se generó no fue suficiente para que los niveles de vida se incrementaran a través del gasto público, incluso, no alcanzaba para saldar las cuentas pendientes por cuenta de deuda externa, esta situación fomentó el mayor endeudamiento en la zona una vez que las reestructuraciones de la deuda quedaron negociadas.

Sin embargo, los niveles inflacionarios tendieron a la baja en los años siguientes como puede observarse en 1998 cuando se llegó al nivel del 4.6% para ubicarse finalmente en el nivel del 4% para 2004, acorde a los lineamientos de reestructuración económica iniciados

⁷ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006*.

en los ochenta, situación que no benefició a los niveles del PIB y del PIB per cápita ubicándolos por debajo de los de la inflación.

Cabe mencionar que las políticas monetarias tendientes a mantener la inflación en la niveles moderados ha sido a un precio alto de la contracción del empleo y del crecimiento económico que se reflejan en los cuadros anteriores, esta situación ha conducido a las economías a fuertes presiones de desempleo y de contracciones de los salarios y de un aparato productivo cada vez más obsoletos, como lo muestra los niveles de inversión como porcentaje del PIB en el cuadro 4 siguiente.⁸

Cuadro 4

Inversión en capital fijo como porcentaje del PIB de América Latina y el Caribe de 1981-2004.								
1981-90	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
20.2	20	21.4	19.8	19.7	19.2	18	17.5	18.1

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

Los promedios de 1981-90 y de 1991-2000, no han sobrepasado el 20%, y este se ha visto disminuido considerablemente hasta ubicarse en 17.5 para el 2003, situación que parece no mejorar en los siguientes años, esto ha provocado que los niveles de utilización de la capacidad productiva se contraigan fuertemente y con ello los niveles de empleo y a su vez los salarios y los ingresos mismos.

No es posible que la reactivación económica de la zona se vea favorecida en los siguientes años si las condiciones prevalecientes permanecen constantes como hasta ahora; en ellas las oportunidades de empleo de los jóvenes que se integran a la fuerza laboral ven reducidas sus esperanzas de encontrar un empleo y mejor aún el de que este sea bien remunerado, lo

⁸ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006.*

cual es factor determinante para que los movimientos migratorios se incrementen y con ellos los abandonos de ciudades enteras como es el caso de varias ciudades de México y Centro América, sin olvidar que la pobreza no ha dejado de incrementarse en los años recientes,

Todos estos indicadores se reflejan en los constantes saldos de la cuenta corriente de la región que generalmente ha sido negativa como se puede observar en el siguiente cuadro 5, y que es fiel reflejo de las condiciones de las economías de la región.⁹

Cuadro 5

Balanza de Cuenta Corriente de América Latina y el Caribe de 1981-2004.								
1981-90	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
-1.5	-2.9	-4.5	-3.2	-2.4	-2.8	-0.9	-0.3	-0.6

Fuente: Global Developing Finance, World Bank,

Por ejemplo, una cuenta corriente deficitaria, no indica que la zona no está en las condiciones de producir los bienes y servicios necesarios para si mismo, lo cual la hace demandante de grandes cantidades de alimentos y de maquinaria para sus instalaciones productivas; pero también no indica el grado de endeudamiento que obtiene por su condición de países deficitarios.

Si consideramos que de 1981 a 1990 el saldo de la cuenta corriente regional se ubicó en -1.5%, y esta se incrementó en el decenio siguiente para llegar a un -2.9%, llegando en 1998 a -4.5%, en tiempos de las crisis de Asia y América Latina, la conclusion mas visibles es que su endeudamiento externo tambien se incrementaba.

⁹ World Bank, *Global Developing, Finance, 2005*.

Este contexto de las crisis financieras sólo incrementó las desestabilizaciones en las economías, por ejemplo, para saldar los déficit de -4.55 en 1998 fue necesario incrementar los niveles de endeudamiento, lo que se tradujo en mayores entradas de flujos de capital en esos años como se puede observar en el cuadro 4 del capítulo 2.

Los flujos de capital como se mencionó al principio se usaron principalmente para saldar las balanzas de pagos, pero lo cuestionable es que los capitales que se usaron para saldarla fueran a corto plazo y muy especulativos; en México, esta situación empeoró a pesar de que el gobierno de inicios de la década de los noventa mantenía muy deficitaria la balanza de cuenta corriente que se financio con capitales externos una vez que la cuenta de capital fue liberada.

Las condiciones existentes de atraso económico en la región ha creado una separación entre las fuerzas productoras de riqueza y su impacto sobre la población, es decir, en estos países existe una separación de los mercados internos y externos que son más visibles en la actualidad, este rompimiento ha obedecido a nuevos planteamientos en la conducción de la economía cuando los gobiernos entraron en crisis y voltearon al sector exportador como fuente de crecimiento económico y que no ha obtenido los resultados esperados y en esto el comportamiento de las tasas de inflación presentadas con anterioridad y los niveles del PIB per cápita demuestran lo anterior; no se han generado fuentes de empleo suficientes capaces de satisfacer la demanda interna de cada uno de los países, capaces de inducir crecimiento.

Este rompimiento entre los dos mercados es también un rompimiento entre las diferentes cadenas productivas internas y que han sido sustituidas por empresas transnacionales que trasladan sus ganancias hacia los países de origen, descapitalizando a estas economías.

Sin embargo, las proyecciones para la región en los siguientes años podrían ser las siguientes, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) de los países de América Latina

y el Caribe en el 2006 mostrará una variación de 4,6%, tasa ligeramente superior a la observada durante el 2005. Posibilitando con ello que el producto por habitante registre un aumento por encima del 3%, lo anterior debido a una dinámica de la demanda interna que se mantendrá; y a un sector externo que seguirá siendo impulsado por el dinamismo del intercambio comercial mundial, liderado por las economías asiáticas.

Para algunos analistas, existirá una leve reducción en la tasa de crecimiento promedio de la región para el 2007, de aproximadamente medio punto porcentual, producto de la culminación de los procesos de recuperación de Argentina y Venezuela, principalmente.

Existirá relativa homogeneidad en las tasas de crecimiento en el 2006 de los países de América Latina, en un rango de entre 3 y 6%, con la excepción de Argentina y Venezuela que crecerán a tasas superiores del 6%. Al igual que en años anteriores, el Cono Sur y la Comunidad Andina son las regiones que muestran una mayor tasa de expansión, 6,9% y 5,7%, respectivamente.

Se estima que la tasa de inflación para América Latina y el Caribe será muy parecida a la de 2005, en el rango de 5% a 7%, debido a presiones de costo que se manifestarán con cierto rezago, asociadas a los precios de los energéticos.

Sobre la base de lo anterior, existen fundadas expectativas de que se mantenga la positiva evolución de los términos de intercambio, en especial para los países exportadores de petróleo como para los países oferentes de minerales metálicos. Cabe mencionar, que en el caso de América Central y el Caribe, quienes en general son importadores de petróleo, se proyecta una evolución negativa de los términos de intercambio.

3.3 El caso de México y Brasil

Las situaciones de estos dos países han sido consideradas porque en el continente americano son los dos mercados emergentes que más recursos reciben de los flujos de capitales internacionales, hemos de mencionar que del total de flujos que se mueven por el mundo los mercados emergentes sólo reciben el 15% y de este porcentaje sólo dos regiones en el mundo reciben la mayor partida, América Latina y el Sudeste Asiático. Mientras la llamada Triada (Estados Unidos, Canadá, Unión Europea y Japón) reciben cerca del 85%, mientras los demás países quedan marginados de estos procesos “globalizadores” y sus discutidas consecuencias positivas así como de las corrientes comerciales y financieras internacionales.

Pero vayamos al caso mexicano, esta economía realizó desregulaciones en su sistema financiero desde fines de la década de los ochenta cuando prácticamente se encontraba hundida su economía en una de las peores crisis de su historia, la llamada “crisis de la deuda”, y que fue motivo para que las políticas de corte neoliberal comenzaran aplicarse en su economía.

Desde entonces los principales indicadores macroeconómicos dan una visión feaciente de cómo han impactado a esta economía, y para el caso se presenta la siguiente tabla.¹⁰

Cuadro 6

Mexico: PIB, Inflación y Cuenta Corriente. 1982-2008														
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
PIB	-0.5	-3.5	3.4	2.2	-3.1	1.7	1.2	4.2	5.1	4.2	3.6	2	4.4	-6.2
Inflación	58.9	101.9	65.4	57.7	86.2	131.8	114.2	20	26.7	22.7	15.5	9.8	7	35
Cuenta Corriente	-3.1	3.7	2.3	0.4	-1	2.9	-1.3	-2.6	-2.8	-4.7	-6.7	-5.8	-7	-0.6

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2007

¹⁰ Los datos estadísticos fueron obtenidos del FMI, World Economic Outlook Database, Abril 2007.

Continuación

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
5.2	6.8	5	3.8	6.6	0	0.8	1.4	4.2	2.8	4.8	3.4	3.5
34.4	20.6	15.9	16.6	9.5	6.4	5	4.5	4.7	4	3.6	3.9	3.5
-0.8	-1.9	-3.8	-2.9	-3.2	-2.8	-2.2	-1.4	-1	-0.6	-0.2	-1	-1.4

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2007

En estos cuadros se presentan tres indicadores macroeconómicos, el primero de ellos es el correspondiente al PIB, el cual presenta en promedio un crecimiento del 2.7% en 27 años desde las reformas emprendidas, en las cuales el Estado prácticamente ha dejado a las fuerzas del mercado los movimientos de capital y de otros mecanismos antes bajo control. Sin embargo, es interesante observar que después de la crisis financiera de 1994, el producto interno bruto cayó hasta un -6.2 en 1995, presentando niveles positivos en 1996 cuando la Reserva Federal ya había intervenido para rescatar al sistema financiero, sin embargo, los niveles positivos de los siguientes años no alcanzaban los niveles de incremento en la población, que marcadamente eran superiores.

A pesar de las políticas de ajuste que se realizaron para controlar la inflación que se mantuvo en su nivel más bajo en 2006 con un 3.6, los niveles de incremento en el empleo se contrajeron, no pudiendo absorber a la población económicamente dispuesta a emplearse, que también es consecuencia directa de la política monetaria de contracción de la oferta monetaria.

No obstante, los niveles de la cuenta corriente del país en casi todos los años es deficitaria, situación que hace suponer que las condiciones económicas del país no son la mejores y no lo serán en los próximos años de no hacer ajustes macroeconómicos y de regulación en los

sistemas financieros, dado que la mayoría de los flujos de capitales que ingresan al país son de cartera.

Para el caso de Brasil, las condiciones no son muy diferentes, veamos los siguientes cuadros que contienen los mismos indicadores que los expuestos para el caso de México.¹¹

Cuadro 7

Brasil: PIB, Inflación y Cuenta Corriente. 1982-2008														
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
PIB	0.6	-3.4	5.3	7.9	7.5	3.6	0.3	3.2	-4.2	1	-0.5	4.9	5.9	4.2
Inflación	100.5	135	192.1	226	147.1	228.3	629.1	1,430.00	2,947.70	477.4	1,022.50	1,927.40	2,075.80	66
Cuenta Corriente	-8.2	-4.3	0	-0.1	-1.9	-0.4	1.2	0.2	-0.7	-0.3	1.4	-0.1	-0.3	-2.4

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2007

Continuación

1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
2.2	3.4	0	0.3	4.3	1.3	2.7	1.1	5.7	2.9	3.7	4.4	4.2
16	6.9	3.2	4.9	7.1	6.8	8.4	14.8	6.6	6.9	4.2	3.5	4.1
-2.8	-3.5	-4	-4.3	-3.8	-4.2	-1.5	0.8	1.8	1.6	1.3	0.8	0.3

Fuente: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2007

Los índices del crecimiento del PIB en los últimos años han presentado niveles positivos, sin embargo, los niveles inflacionarios han sido en la mayoría desde 1997 superiores, lo que imposibilita que los niveles de crecimiento se reflejen en los beneficios sociales y de la misma economía.

Pero particularmente es interesante ver que después de la crisis financiera de fines de los noventa, el crecimiento del PIB fue prácticamente nulo en 1998, con incremento en los niveles de inflación y con una balanza de cuenta corriente deficitaria, que ubica a esta

¹¹ Los datos estadísticos fueron obtenidos del FMI, World Economic Outlook Database, Abril 2007.

economía en un estancamiento económico que durante los últimos años no ha podido recuperar los niveles de la década pasada.

3.4 Aspectos macroeconómicos de Asia-Pacífico

Para la región Asia Pacífico, el comportamiento de la región presenta niveles superiores a los registrados por América Latina en el mismo período, el motivo principal es la actividad registrada en las economías llamadas de reciente industrialización las cuales han realizado reformas financieras y laborales importantes que les da ventajas sobre sus competidores; además, la actividad de China con tasas superiores al 7% anual da un gran impulso a la zona, este país ha alcanzado niveles de alrededor del 8% anuales que son síntomas de un fuerte calentamiento, pero que mantiene a la zona con una fuerte atracción para los inversionistas extranjeros (cuadro 8).¹²

Cuadro 8

Producto Interno Bruto de Asia Pacífico de 1980 al 2004									
Años	1981-90	1991-00	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
PIB	7.3	7.7	0.6	5.6	7.2	5.6	6.7	7.7	7.4

Fuente: Banco Mundial, *Global Developing Finance*,

Por ejemplo, del año 1981-2000 el nivel fue de 7.3%, mismo que varía muy poco de 1991-2000, y que se mantienen hasta el 2004, años en los que China está ya incorporada a la OMC, y que propicia que sea considerado un país para realizar grandes inversiones tanto

¹² World Bank, *Global Developing Finance*, 2005.

financieras como productivas y que quita importancia económica a las demás regiones del mundo en vías de desarrollo.

Esta región de Asia Pacífico es la que presentan mejores niveles de crecimiento a pesar de las crisis financieras que se han registrado en la región desde 1997.

Por ejemplo, observamos que en el período de 1980 a 1990 el crecimiento promedio es mayor que el 1.1 en América Latina, resultado de las fuertes políticas contraccionistas como se explico anteriormente.

Esto es debido a que la expansión económica se realiza cuando los niveles de demanda y oferta de productos se realizan intra-zona, lo que genera una ola expansiva sobre los niveles de actividad económica que lógicamente repercute en la economía de la región, es decir genera un dinamismo en el mercado interno muy importante. Además los niveles de intervención estatal son más amplios en comparación con los realizados en América Latina, los cuales han dejado prácticamente a los mecanismos de mercado el funcionamiento económico.

Asia Pacífico es un región del mundo que en los últimos años ha alcanzado niveles de crecimiento de su PIB importantes como se demostró en el apartado anterior, sin embargo, es necesario revisar las variables más importantes para comprender si los flujos de capitales han impactado de manera positiva o negativa a la región.

En este grupo de países se encuentra una de las principales economías del mundo, como lo es China, que ha pasado a formar parte de los países que tienen una participación determinante en la conducción económica del mundo.

Si analizamos el comportamiento del PIB per cápita en los últimos 24 años como se puede observar en el siguiente cuadro 9.¹³

Cuadro 9

PIB per cápita de Asia de 1981-2004									
Años	1981-1990	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	5.7	6.3	-0.5	4.6	6.2	4.7	5.8	6.8	6.6

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

En los años setentas las economías asiáticas aún no contaban con una participación determinante en el crecimiento de la economía mundial y su nivel de ingreso per cápita era inferior al de otras regiones del mundo, pero esta situación ha cambiado desde los años ochenta, cuando los cambios en las políticas económicas le beneficiaron en crecimiento y desarrollo económico que se ha reflejado en los niveles de ingreso de su población, y esto se puede observar en el cuadro anterior; en el podemos ver que en la década de los ochenta fue muy bueno para sus pobladores al registrar un promedio de 5.7 ligeramente por arriba de la inflación del mismo período que se ubicó en 5.5% como se verá en el apartado correspondiente.

Esta expansión económica es motivada en parte por una amplia intervención del Estado que genera grandes oportunidades de inversión que se refleja en los niveles de empleo y del PIB per cápita como también se puede ver en la siguiente década donde el nivel promedio se ubica en 6.3% a pesar de las crisis financieras que afectan a la región (en el período de la crisis asiática el único país que mantuvo un control total sobre la política monetaria y a la

¹³ World Bank, *Global Developing Finance*, 2006.

que no le fueron graves los impactos de la crisis fue China, esto la mantuvo aislada de las repercusiones económicas que no afectaron los niveles del ingreso, este fue un factor que ayudó a que el PIB per cápita de la región se mantuviera en niveles positivos).

Sin embargo, los años más difíciles fueron los siguientes al estallido de la crisis, como es el año 1998 en que el nivel se ubica en -0.5% junto a un 0.6% de crecimiento del PIB, que es expresión de un empobrecimiento de la población ante los avances de las crisis financieras, pero esto no fue un factor determinante para que en los siguientes años la situación mejorara, como podemos apreciar en el año 1999 donde el nivel se colocó ya sobre un 4.9%, un logro que en menos de un año pudo alcanzar los niveles de los ochenta, para el 2000 este se ubica ya en un 6.2% y se coloca finalmente en un 6.6% en el 2004, que da muestra de un apresuramiento en mejorar las condiciones de la zona por parte de los países; esto es consecuencia directa de una determinante conducción económica por el Estado, y de una intervención en la conducción de la política monetaria como es el caso de China, donde el estado es el ejecutante de la política monetaria.

Ante es esto es menester mencionar que los niveles del intercambio comercial es una muestra de la mejoría de la zona como puede observarse en el siguiente cuadro 10.¹⁴

Cuadro 10

Crecimiento del mercado exportador de Asia de 1981-2004									
Años	1981-1990	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	6.7	8.3	-1.6	7.7	14.7	-2.3	4.1	7.9	10.4

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

¹⁴ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006*.

En el vemos que en el período de 1981-1990 el comercio empieza una escalada alcista que se coloca en el 6.7%, y que se consolida en la siguiente década con un 8.3%, en este segundo período el año de 1998 fue particularmente negativo registrando un nivel de -1.6%, año posterior al de la crisis de 1997.

En los dos siguientes años las condiciones mejoran con un 7.7% y 14.7% respectivamente, estas mejorías se entienden por el abaratamiento de las mercancías ante la devaluación de las monedas locales y que provocan un incremento en las exportaciones aunque con detrimento de las relaciones de intercambio.

Estos saldos favorables se ven interrumpidos por la caída de -2.3% para el 2001, en él los impactos positivos de la devaluación habían llegado a su fin, las mercancías existentes se habían agotado y era necesario incrementar los niveles de inversión para satisfacer la demanda creciente del mercado mundial y que propicia un incremento de la participación del Estado en la economía para elevar los niveles de inversión bruta fija como se puede ver en el siguiente cuadro 11.¹⁵

Cuadro 11

Inversión Bruta Fija de Asia de 1981-2004									
Años	1981-1990	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	23.2	28.7	31.7	30.4	31.4	32.7	34.7	38.2	39.5

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

Estos niveles prácticamente mejoran desde 2001 cuando se inicia un proceso de recuperación económica aún cuando en 1998 los niveles fueron ligeramente superiores

¹⁵ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006*.

(esto es debido a que las inversiones proyectadas para este año ya se habían realizado antes de la crisis, por lo que el saldo en inversión fue superior a la fase de recuperación, al menos en el primer año) para colocarse finalmente en 39.5% para el 2004.

Los niveles de inversión bruta fija no se pueden entender sin la participación estatal, esta fue determinante para aprovechar las condiciones favorables que la devaluación les había brindado, estos les permitiría aprovechar los flujos de capital que llegaban a su territorio y que les daba la oportunidad de sobre llevar las consecuencias de la crisis y satisfacer las demandas existentes de sus productos.

Estos aparentes logros se reflejaron en las cuentas corrientes de los países como se puede observar en el siguiente cuadro 12.¹⁶

Cuadro 12

Cuenta corriente de Asia de 1981-2004									
Años	1981-1990	1991-2000	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
	-1.4	0.4	4.5	4.2	3.5	2.4	3.4	2.6	1.7

Fuente: Global Developing Finance, World Bank, 2006.

La recuperación observada ha sido inducida por las exportaciones que se han traducido en sólidos saldos en cuenta corriente en toda la región, aunque los superávits están comenzando a disminuir ante la recuperación de la demanda interna y el encarecimiento del petróleo.

En algunas partes de la región, el superávit externo ayuda a proteger contra algunos de los efectos financieros que crea la situación monetaria más restrictiva que prevalece en el mundo y que se traducen en beneficios para la región.

De esta manera la recuperación tras la crisis de 1997-1998 ha quedado atrás y las proyecciones indican crecimientos positivos de alrededor del 6% para la zona. La

¹⁶ World Bank, *Global Developing, Finance, 2006*.

producción repuntó gracias a los constantes estímulos monetarios y fiscales y a la demanda externa, respaldada por el aumento de los precios de los productos electrónicos, de los cuales Asia es el mayor proveedor mundial. Así mismo, la expansión de la tecnología de información será un determinante en el crecimiento de la región, pero sin duda la demanda interna será esencial para poder mantener este ritmo.

En síntesis, los niveles de participación de las economías emergentes en el PIB mundial ha sido realmente pobre, en el periodo comprendido la región tuvo una formación bruta de capital del 25.1 en 1980 sin grandes variaciones para el 2004; entre 1982 y 2004 el coeficiente de inversión fue de 20 y 22% respectivamente. (FMI, 2006).

La formación bruta de capital que se logra con estos niveles es inferior a los que permiten tasas sostenidas e importantes de crecimiento y que tendrían repercusiones reales sobre amplios sectores de la población.

Podemos decir que las economías emergentes pierden peso en el conjunto de la economía mundial, y hasta la fecha el crecimiento es débil, no obstante los cambios económicos ocurridos en ciertas regiones del mundo como Asia, a la vez que la desigualdad social se incrementa no obstante los discursos oficiales que se pronuncian por el continuismo en las políticas económicas.

Conclusiones

Tanto en el plano político como económico, la mundialización del capital o globalización como se le ha dado en llamar, ha significado la instauración de procesos que han conducido a una desigualdad acentuada de situaciones entre continentes y entre los mismos estados.

Los países por los que se interesa especialmente el capital de inversión financiera, son los que poseen un puesto financiero suficientemente desarrollado para aspirar al estatus de mercados emergentes, y permitir así el establecimiento de mecanismos de flujo de los recursos del país o la región continental más extensa, hacia los países centrales.

No existe nada más selectivo que una inversión financiera que busca indudablemente la máxima rentabilidad, por ello la mundialización o globalización no es en ningún modo un proceso integrador mundial o la base de un reparto menos desigual de riquezas, como la han mencionado sus defensores desde hace más de veinticinco años.

Por esto, después de más de dos décadas de ajustes estructurales en las economías emergentes y en general en el mundo en vías de desarrollo, los niveles de desigualdad social se han incrementado como lo muestran los informes de los organismos internacionales como son el Banco Mundial, el FMI y de la UNCTAD.¹

La situación del empleo, del ingreso y de las condiciones de vida, así como el desarrollo que logran las personas en estos países son muy magros para poder hablar de un real desarrollo humano; las condiciones de las economías han quedado demostradas en los capítulos anteriores y los resultados sobre las condiciones sociales y económicas no han sido del todo buenas.

Desde el inicio del anterior capítulo se destacó el pobre desempeño de estas economías en el mundo, en particular las de AL las tasas de formación bruta en la región tiene tasas

¹UNCTAD, *Informe del desarrollo humano, 2006*, Banco Mundial y Fondo Monetario Internacional.

negativas de crecimiento o incrementos anuales que no generan efectos multiplicativos favorables para el crecimiento y desarrollo económico con capitales productivos.

Bajo estas condiciones, los problemas en materia de empleo, de ingreso en amplios sectores de la población, el uso de recursos en desarrollo educativo y en ciencia y en tecnología y en incrementos en los niveles de producción de cada una de las economías son situaciones que parece no pueden ser enfrentadas.

La pregunta ante esta situación es ¿por qué no basta con generar condiciones de estabilidad en las economías para poder enfrentar los problemas que generan los flujos de capital altamente especulativos y que ya han generado una gran cantidad de crisis financieras? La respuesta posible es que se han realizado manejos rígidos de los presupuestos públicos fundados en conseguir el equilibrio a toda costa o del superávit, para poder cubrir los servicios de la deuda externa que crean las condiciones que favorecen la tendencia al estancamiento y mantienen el subdesarrollo.

Sin embargo, y a manera de conclusión el problema consiste en que con los incrementos de los flujos de capital hacia las economías emergentes desde los años ochenta y con más auge en los noventa ha motivado que la desestabilización económica sea mayor en comparación con los años del Bretton Woods y que las tasas de crecimiento se determine de forma externa, es decir, por los incrementos de flujos de capitales externos y no por los nacionales que se han visto desbancados por sus competidores y que han encontrado apoyo en los gobiernos para su colocación, obteniendo mejores condiciones de rendimiento y ganancias de los capitales.

Ante esta situación cualquier propuesta aunque sea mínima, debe tomar en cuenta, la forma en que los flujos de capital entran al país sean oficiales o privados, destinándolos a sectores que realmente necesiten de ellos, y condicionando su permanencia según el período que

deseen permanecer en los países, lo que generaría un gran control sobre ellos, así mismo, es necesario que las leyes tendientes a regular los sistemas financieros y los capitales se apliquen, y se realicen observaciones sobre ellos: también debe considerar la renegociación de las deudas públicas internas y externas, que incluya que se cancelen algunas como consecuencia de los intereses pagados por ellos y que en muchas ocasiones cubrieron el principal.

Es importante que los recursos que se utilizan para solventar los problemas de liquidez de los grandes empresas se utilicen en la generación de políticas públicas con amplios efectos multiplicadores y que puedan generar los medios internos en proporciones importantes y que de los recursos necesarios para enfrentar las necesidades sociales; la instalación de una política de crédito aplicada sobre moneda nacional; el constante destino de recursos fiscales a la atención a la salud, la educación y la investigación científica y tecnológica y la infraestructura productiva y de servicios; la aplicación de supervisión de rendición de cuentas, así como, la coordinación de políticas monetarias que brinden la oportunidad a las naciones de manejar los recursos necesarios para la aplicación de los anteriores puntos que estimulen el mercado interno y las actividades de producción de los diversos actores económicos en la región.

Asimismo, debe protegerse la economía nacional, hacer del crecimiento económico compatible con la formación de capital, del avance técnico y la ampliación del consumo interno.

Estas serían sólo algunas consideraciones para que las condiciones económicas de las economías emergentes puedan responder a los cambios que los flujos de capital tienen sobre sus economías que como hemos visto han sido ampliamente negativas en todos los

aspectos como se pudo demostrar con las estadísticas manejadas a lo largo de la investigación.

BIBLIOGRAFÍA

1. Banco de Pagos Internacionales, pagina web <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2006s.htm>, *Informe Anual*, Varios años, Basilea.
2. Banco de Pagos Internacionales, <http://www.bis.org/publ/arpdf/ar2006s.htm>, *Annual Report*, 2005, Basilea.
3. Bank of England, pagina web [http://www.bankofengland.co.uk/Statics Oficial](http://www.bankofengland.co.uk/Statics/Oficial).
4. Bernis, Gerard de, *El capitalismo contemporáneo; regulación y crisis*.
5. Buirá, Ariel, *Reflexiones sobre el sistema monetario internacional*, CEMLA, México, D.F., 1994, 83 p.
6. Calva, José Luís (Coordinador), Correa, Eugenia (Coordinadora Modular, Bravo, Tonatiuh, *Liberalización de los mercados financieros: resultados y alternativas*, J. Pablos Ediciones, México, 1996.
7. Chapoy, Bonifaz, Alma Maria, *Hacia un nuevo sistema monetario internacional*, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, Porrúa, México, 1998.
8. Chapoy, Bonifaz, Alma Maria, “*El Sistema Monetario Internacional*”, Textos breves de economía, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, Porrúa, México, Julio de 2001.
9. Chapoy, Bonifaz, Alma Maria, *Problemas Monetarios Internacionales*, UNAM, México, 1971.
10. Chapoy, Bonifaz, Alma Maria, *Ruptura del Sistema Monetario Internacional*, UNAM, Instituto Investigaciones Económicas, México, 1979.

11. Chesnais, Francois, *Doce tesis acerca de la mundialización del capital*, Foro de Economía Política.
12. Chesnais, Francois. *La globalización y sus crisis: interpretaciones desde la economía crítica*, Los libros de Cataruta, Madrid, 2002.
13. Chesnais, Francois (Compilador), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*. Editorial Lozada, Argentina, 2001
14. Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, Siglo XXI, México D.F., 1998, 205 p.
15. Correa, Eugenia, *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, Mexico, 1992.
16. Correa, Eugenia, Comercio Exterior, Año 2000, Volumen 49, Número 6.
17. Correa, Eugenia, Giron Alicia, Chapoy Alma, (coordinadoras), *Consecuencias financieras de la globalización*, UNAM, Instituto Investigaciones Económicas, México, 2005.
18. Correa, Eugenia y Girón Alicia (compiladoras), *Economía financiera contemporánea*, Tomo I, II, III y IV, Editorial Miguel Angel Porrúa, México, D.F. 2004.
19. De la Iglesia, Jesús, *El orden económico mundial. Fondo Monetario Internacional, Banco Mundial y GATT*”, Editorial Síntesis, Serie Actualidad. Economía. Madrid, España, 1996.
20. Economic Report of President of United States of America,
<http://origin.www.gpoaccess.gov/eop/>
21. Eichner, Alfred, *Economía poskeynesiana*, Editorial Hermann Blume, Madrid, España, 1984, 219 p.
22. Federal Reserve of New York, pagina web <http://www.newyorkfed.org/Statics>, 1992. Varios años.
23. Fernández, Andrés, *Política económica*, McGraw Hill, México. 3^{ra} edición, 2002, 566 p.

24. Flood, R. Y Garber, P. *Colapsing exchange rates regimes: some linear examples*, Journal od international Economics, 17, Agost, 1984, pp. 1-16.
25. Fondo Monetario Internacional, *Perspectivas de la economía mundial*, Varios años.
26. Fondo Monetario Internacional, *El FMI en Foco*, varios años.
27. Fondo Monetario Internacional, pagina web <http://www.imf.org/> *Estadísticas internacionales*. Varios años.
28. Fondo Monetario Internacional, <http://www.imf.org/> *World Economic Outlook*, 2007.
29. Guillen Romo, Arturo, *Mito y realidad de la globalización neoliberal*. Univeridad Autonoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa. Editorial Porrúa, México, 2007.
30. Hawtrey, Ralph George, *El patrón oro en la teoría y en la práctica*. Madrid, España, 1951.
31. Hilferding, Rudolf, *El capital financiero*.
32. Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (compiladoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste de Asia*, ENEP-Acatán-DGAPA, México, D.F., 2000, 435 P.
33. Hilferding, Rudolf, *El capital financiero*, UNAM, México, D.F., 1997.
34. Keynes, Maynard, *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, FCE, México, 1995.
35. Keynes, Maynard, *Tratado del dinero*, Ediciones AOSTA, España, 1996.
36. Keynes, Maynard, *Breve tratado sobre la reforma monetaria*, FCE, México, 1992.
37. Kindleberger, Charles, *Desarrollo económico*, McGraw Hill, Madrid, España, 1966, 432 p.
38. Kindleberger, Charles, *Economía Internacional*, Editorial, Aguilar, Madrid, España, 1982.
39. Kindleberger, Charles, *La crisis económica*, Editorial Critica, Barcelona, España, 1985.

40. Kindleberger, Charles, *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*, Ariel Económica, Barcelona, España, 1991.
41. Kindleberger, Charles, *El orden económico internacional, ensayos sobre las crisis financieras y los servicios públicos internacionales*, Editorial Critica, Barcelona, España, 1992.
42. Krugman, Paul, *Vendiendo prosperidad*, Editorial Ariel, México, D.F., 1994, 3101 p.
43. Lavoie, Marc, *Fundamentos de economía poskeynesiana*, Editorial Icaria, Madrid, España, 2005.
44. Lichtensztejn, y Baer, “*Fondo Monetario Internacional. Estrategias y políticas de poder financiero*”, Editorial Nueva Sociedad, Buenos Aires, Argentina, 1986.
45. Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (compiladoras), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste de Asia*, ENEP-Acatán-DGAPA, México, D.F., 2000, 435 P.
46. Mantey, Guadalupe, *Lecciones de economía monetaria*, UNAM, México, D.F., 1997.
47. McKinsey, *The global Capital Markets: supply, demand, pricing and allocation*, Washington, DC, McKinsey Institutions Group.
48. Puyana, Jaime, “*Liberalización de flujos de capital y su impacto en la economía mundial*”, Ponencia presentada en el segundo seminario institucional de economía financiera sobre el tema "Estabilidad y Regulación Financiera: Hacia la Construcción de Estructuras Nacionales, Regionales e Internacionales", el cual tomó lugar en el IIE de la UNAM, entre el 2 y el 4 de Abril de 2002.

* Departamento de Economía - CSH. Universidad Autónoma Metropolitana. Unidad Iztapalapa. México D.F.

49. Puyana, Jaime, Ponencia presentada en el SEGUNDO SEMINARIO INSTITUCIONAL DE ECONOMÍA FINANCIERA sobre el tema "Estabilidad y Regulación Financiera: Hacia la Construcción de Estructuras Nacionales, Regionales e Internacionales", el cual tomó lugar en el IIE de la UNAM, entre el 2 y el 4 de Abril de 2002.
50. Rist, Charles, *Historia de las doctrinas monetarias y del crédito*. México, 1998.
51. Sacristán, Antonio, *Keynes ante la crisis mundial de los años ochenta*, Editorial Siglo XXI, México, 1985.
52. Sardoni, Claudio, *Postkeynesianism and political economic, essay in honour of Geoff Harcourt*, Volume three, Editorial Routledge, London and N. Y. 1988, 537 p.
53. Toporowski, Jan, "*Inflación en los mercados financieros*", en *Economía financiera contemporánea*. Tomo II. P. 144
54. UNCTAD, pagina web <http://www.unctad.org/> *Informe del desarrollo humano, 2006*.
55. UNCTAD, World Investment Report, Ginebra, Septiembre de 1999.
56. Vidal, Gregorio, y otros autores, *La crisis financiera*, Editorial Nuestro Tiempo, México, 1986, 151 p.
57. World Bank, pagina web <http://www.worldbank.org/>, *Global Developing Finance* .Varios años.
58. Word Bank, Pàgina web <http://www.worldbank.org/>.
59. Yeager, Leland, "*Relaciones monetarias internacionales. Historia y política*", Tomo 2. Alianza Editorial Textos, Madrid, España 1984.