

Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Escuela de Estudios de Posgrado

**MAESTRÍA EN RELACIONES ECONÓMICAS
INTERNACIONALES**

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

El sistema monetario internacional, la fragilidad
financiera y la restricción externa

AUTOR: MARCELO BRUCHANSKI

TUTOR: ALEJANDRO VANOLI

[JULIO 2017]

Resumen:

El sistema monetario internacional (SMI) debería proveer una liquidez internacional estable, distribuir la carga del ajuste entre países deficitarios y superavitarios, financiar los desequilibrios de los balances de pagos, promover el flujo de recursos desde el centro a la periferia e inducir la coordinación de políticas económicas entre países. Sin embargo, a lo largo de la historia y sobre todo a partir de la década de 1970, la liquidez internacional es sumamente inestable, el ajuste de las cuentas corrientes recae únicamente sobre los países deficitarios y periféricos, los desequilibrios entre las cuentas corrientes son profundos, los recursos fluyen desde la periferia al centro y el SMI es hegemónico y asimétrico.

Estas características históricas del SMI promueven desde 1970 la fragilidad financiera a través de ciclos de abundancia y escasez de liquidez internacional impulsados desde el centro, un financiamiento del balance de pagos mediante flujos privados y una arquitectura financiera internacional que no cumple funciones de financiamiento y de demanda que impidan esto. Por otro lado, estas características del SMI también inducen a que los países periféricos acumulen activos externos de una forma y pasivos externos de otra, siendo la remuneración de los primeros sensiblemente menor a los segundos. El SMI fomenta, en la periferia, la acumulación de reservas internacionales y la fuga de capitales, al tiempo que habilita el endeudamiento externo y las inversiones desde el centro.

Códigos JEL: F32; F0; F33

Palabras clave: Sistema monetario internacional; restricción externa; fragilidad financiera; centro-periferia.

Índice General

Introducción.....	5
Formulación del Tema.....	6
Objetivos.....	8
Hipótesis	8
Metodología.....	9
1- El Sistema Monetario y la Restricción Externa: un marco Conceptual	11
1.1- La escasez de divisas desde la ortodoxia y la heterodoxia.....	11
1.2- La Restricción Externa	13
1.3- El Sistema Monetario Internacional	15
2- La teoría y la historia del Sistema Monetario Internacional	18
2.1- La teoría del Sistema Monetario Internacional	18
Sus objetivos teóricos	18
La propuesta de Keynes.....	21
2.2- La historia del Sistema Monetario Internacional	23
El Patrón Oro.....	23
Los Acuerdos de Bretton Woods: el Patrón dólar-oro	27
La Globalización Financiera.....	34
3- Las deficiencias del Sistema Monetario Internacional desde las perspectivas de un país periférico en la Globalización Financiera	44
3.1 El problema de la liquidez	45
La generación de liquidez internacional y las políticas económicas del país hegemón.....	45
El incremento de la liquidez privada global	51
Los factores <i>push</i> y <i>pull</i>	57
3.2 Los ajustes en el balance de pagos y su financiamiento.....	58
Los desbalances globales: el no ajuste del hegemón	58

El ajuste para los países periféricos	60
El prestamista de última instancia	63
3.3 El financiamiento del (sub)desarrollo.....	65
Las transferencias netas de recursos	65
El uso de las divisas por parte de la Periferia	68
3.4 La (des)coordinación de políticas.....	72
La hegemonía como forma de coordinación	72
La evolución de la coordinación.....	73
Las reacciones políticas a la falta de coordinación.....	75
3.5 Consideraciones finales del capítulo	78
4- El Sistema Monetario Internacional y la profundización de la Restricción Externa .	81
4.1 La Fragilidad Financiera.....	81
La apertura de la cuenta capital	81
La fragilidad financiera	83
El sistema monetario internacional y la “fragilidad financiera”	87
4.2 La restricción externa	97
La restricción externa y la fragilidad financiera: dos dificultades alternativas.	97
La restricción externa. De la comercial a la financiera.	99
El sistema monetario internacional y la restricción externa	102
5- Consideraciones Finales.....	118
Referencias Bibliográficas.....	120

“Si tu moneda hablara

si esa moneda hablara más de la cuenta...”

Blues de la Artillería, Patricio Rey y sus Redonditos de Ricota.

Introducción

Los tópicos que tradicionalmente se abordan en las finanzas internacionales desde una concepción heterodoxa de la economía incluyen dos amplios problemas; a saber: la vulnerabilidad externa de los países periféricos como la Argentina y las falencias del sistema monetario internacional (SMI).

El primer tema incluye tópicos que tienen su origen en el balance de pagos: crisis financieras y cambiarias, inestabilidad macroeconómica, endeudamiento externo, remisión de utilidades de empresas multinacionales o fuga de capitales, entre otros. En cambio, el segundo tema tiene un abordaje internacional en el que los protagonistas son los países centrales. Contiene temáticas como los desbalances globales, la generación de liquidez internacional o la regulación financiera.

En general, ambos temas se presentan disociados el uno del otro. Cuando se estudian los problemas del sector externo en los países periféricos, lo que sucede en el mundo y más específicamente en el SMI se toma como dado. Por otro lado, en los trabajos sobre el SMI, el espacio que se reserva a los efectos de este sobre los países periféricos es marginal.

Por ejemplo, múltiples trabajos explican que la decisión estadounidense de aumentar fuertemente las tasas de interés hacia fines de la década de 1970 frenó el ingreso de capitales a América Latina y terminó incidiendo en la denominada “crisis de la deuda”, que condicionó las políticas económicas durante la década siguiente (Frenkel, 2003; Hopenhayn y Merrighi, 1998; Bértola y Ocampo, 2012). Asimismo, otros trabajos vinculan la liberalización de la cuenta capital del balance de pagos promovida desde el FMI y otros organismos multilaterales con las crisis mexicana, asiática, rusa, brasileña y argentina durante la década de 1990 (Ocampo, Spiegel, y Stiglitz, 2008; Hopenhayn y Vanoli, 2001; Wierzba, 2007; Ugarteche, 2007). La cuestión radica en si estos lazos entre el SMI y algunas economías periféricas deberían abordarse únicamente como fenómenos circunstanciales o si, por el contrario, forman parte de una relación más amplia.

Es decir, existirían vínculos entre el funcionamiento del SMI y la vulnerabilidad externa de los países periféricos que excederían de un problema específico. Es por eso que para mejorar la comprensión de las dificultades generadas a través del sector externo de los países periféricos y en una segunda instancia proponer soluciones acordes, dicha relación merece ser tratada de forma holística.

Formulación del Tema

Desde el período conocido como de Industrialización por Sustitución de Importaciones, los análisis de las crisis económicas y de las dificultades para desarrollar la estructura productiva argentina hacen foco en la escasez estructural de divisas como el principal problema a resolver (Prebisch, 1949; Ferrer, 1963; Díaz Alejandro, 1963; Diamand, 1972, 1973; Braun y Joy, 1981). Al respecto, algunos de los interrogantes que aparecen recurrentemente en las investigaciones económicas son: cómo se distribuyen las divisas existentes, cómo obtener más o cómo evitar volver a sufrir persistentemente una nueva escasez de estas. Estos temas se enmarcan bajo el título “restricción externa” (RE). La RE implica que el nivel de actividad que permitiría acercarse al pleno empleo de los recursos resulta mayor que el compatible con el equilibrio del sector externo (Abeles, Lavarello, y Montagu, 2013).

Primeramente, los avances vinculados a la RE apuntaron a la cuenta corriente del balance de pagos, quedando la cuenta capital relegada únicamente a los flujos por Inversión Extranjera Directa. En cambio, a partir de la caída de los acuerdos de Bretton Woods en 1971, las investigaciones viraron hacia los flujos financieros (Amico, Fiorito, y Zelada, 2012; Lopez y Sevilla, 2010). Las nuevas problemáticas incluyeron las crisis financieras y cambiarias propias de la globalización financiera, la inestabilidad macroeconómica, la fuga de capitales, el endeudamiento externo o las nuevas características que tomó la Inversión Extranjera Directa.

Basualdo (2009) propone dos hipótesis para delimitar el campo de análisis de una economía periférica: la primera consiste en reconocer la influencia de las transformaciones de la economía mundial por sobre el comportamiento económico, social y estructural de los países dependientes como Argentina; la segunda hipótesis es que los países dependientes procesan esas transformaciones de una forma peculiar de acuerdo a sus condiciones estructurales preexistentes y la situación de la lucha social entre el capital y el trabajo.

Pues bien, los trabajos que analizan las dificultades generadas por los flujos financieros se concentran en la forma en que Argentina procesa las transformaciones de la economía mundial. Sin embargo, no revisan los mecanismos puntuales mediante los cuales el sistema monetario internacional promueve dificultades sobre el sector externo de los países periféricos. Es decir, se concentran en lo que sucede en Argentina a partir de una realidad internacional que toman como dada, y solo circunstancialmente se revisa la manera en que incide el SMI.

En otro orden, trabajos sobre el Sistema monetario internacional recorren el funcionamiento histórico y actual del mismo. Analizan la forma en que el sistema regula la liquidez internacional, provee financiamiento para administrar *shocks* sobre el balance de pagos o ajusta las cuentas corrientes entre países deficitarios y superavitarios, entre otros temas. Sin embargo, estos análisis raramente se detienen a dilucidar cómo las características del funcionamiento del Sistema monetario internacional afectan a los países periféricos.

Es decir, ni los trabajos sobre la vulnerabilidad externa de los países periféricos ni aquellos sobre el SMI analizan la relación existente entre una cosa y la otra, a menos que se trate de una situación puntual. Pero la incidencia del SMI sobre los países periféricos en general y la Argentina en particular parecería exceder lo circunstancial y aproximarse a un fenómeno de características sistémicas. No es que los trabajos considerados sean deficientes, sino que abordan una problemática específica que escapa al análisis sistémico del vínculo entre el funcionamiento del SMI y la vulnerabilidad externa de los países periféricos.

¿Cómo impacta el sistema monetario internacional sobre los países periféricos, especialmente la Argentina? ¿Facilita o promueve crisis financieras y cambiarias, inestabilidad macroeconómica, endeudamiento externo, remisión de utilidades o fuga de capitales? En suma, ¿profundiza la restricción externa?

En lo que queda de esta introducción, se repasan los objetivos, las hipótesis y la metodología del presente trabajo. En el Capítulo 1, se revisa la literatura y se formula un marco teórico sobre la escasez de divisas, la restricción externa y el funcionamiento del sistema monetario internacional. En el Capítulo 2, se analizan los propósitos teóricos del sistema monetario internacional desde la lectura de varios especialistas y en particular desde Keynes. En ese mismo capítulo, se reconstruye la historia del sistema monetario internacional a partir de los propósitos teóricos descriptos. En el Capítulo 3, se indaga

sobre las deficiencias que presenta el funcionamiento del sistema monetario internacional. Por último, en el Capítulo 4, se explica la influencia del sistema monetario internacional en la fragilidad financiera y la restricción externa de los países periféricos. Se termina con algunas consideraciones.

Objetivos

Objetivo General:

Indagar la influencia del sistema monetario internacional sobre los países periféricos en general y la Argentina en particular, en relación a la fragilidad financiera y a la restricción externa.

Objetivos específicos:

- Objetivo I: definir cuáles deberían ser los propósitos teóricos del sistema monetario internacional.
- Objetivo II: describir el funcionamiento histórico del sistema monetario internacional a partir de los propósitos definidos en el punto anterior.
- Objetivo III: a partir de los propósitos definidos y de la revisión de la experiencia histórica, indagar sobre las deficiencias del sistema monetario internacional.
- Objetivo IV: evaluar los efectos del sistema monetario internacional sobre la fragilidad financiera y la restricción externa en los países periféricos en general y la Argentina en particular.

Hipótesis

Las características que adopta el sistema monetario internacional a partir de la década de 1970 promueven la fragilidad financiera y profundizan la restricción externa en los países periféricos.

- I. Los propósitos teóricos del sistema monetario internacional deberían abogar para que: la liquidez internacional no quede en manos de un único país; la carga del ajuste no caiga únicamente sobre los países deficitarios; los desequilibrios de los balances de pagos tengan financiamiento; los flujos financieros privados queden acotados mediante un control cooperativo de todos los países; los recursos fluyan desde los países centrales a los periféricos.

- II. El funcionamiento del sistema monetario internacional cumplió solo parcialmente con los objetivos teóricos señalados. El período más exitoso en este sentido fue aquel en el que prevalecieron los Acuerdos de Bretton Woods. En cambio, a partir de la década del setenta, bajo la Globalización Financiera, el SMI se aleja significativamente de dichos objetivos.
- III. De acuerdo a los propósitos teóricos definidos para el sistema monetario internacional y su historia, su funcionamiento presenta numerosas deficiencias: la liquidez internacional es sumamente volátil y está fuera del control de los países periféricos; no hay un mecanismo institucional que tienda al equilibrio de los balances de pagos ni que financie sus déficits; los recursos fluyen desde los países periféricos a los países centrales; no existe una coordinación internacional que promueva normas e instituciones para la regulación financiera.
- IV. Estas características del sistema monetario internacional, que afectan especialmente a las economías periféricas, se ampliaron exponencialmente tras la caída de los acuerdos de Bretton Woods en 1971 y promueven dos efectos sobre el sector externo de los países periféricos: la fragilidad financiera y la profundización estructural de la restricción externa.

Metodología

El estudio previsto es principalmente explicativo. El abordaje de la investigación se basa en conectar dos grandes temas: por un lado, la vulnerabilidad externa de los países periféricos, especialmente la Argentina; y por el otro, el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional. Para eso, se requiere hacer un análisis bibliográfico en complemento con el estudio descriptivo de series estadísticas.

La complejidad y dinámica de los problemas tratados impide encontrar a simple vista las conexiones causales entre el sistema monetario internacional y el sector externo de los países periféricos. Es necesario un abordaje explicativo que incluya exploración, descripción y correlación.

La fuente de datos es secundaria y proceden del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, del Banco Central de la República Argentina, de la CEPAL, del FMI y del Banco Mundial, entre otros. La principal variable a tener en cuenta son los flujos de divisas a través del balance de pagos: bajo qué conceptos se imputan y qué explicación

económica se encuentra. A su turno, estas se conectan con el funcionamiento del SMI para explicar cómo este último podría explicar dichos flujos.

1- El Sistema Monetario y la Restricción Externa: un marco Conceptual

La restricción externa implica que el nivel de actividad que permitiría acercarse al pleno empleo de los recursos resulta mayor que el compatible con el equilibrio del sector externo. En el período conocido como industrialización por sustitución de importaciones (ISI), la RE se encontraba asociada a las dificultades para financiar las importaciones de bienes de capital y de partes y piezas necesarias para el crecimiento del sector industrial y a la falta de dinamismo en la oferta de los sectores exportadores de materias primas. A estos dos factores, se suma la remisión de utilidades al exterior efectuada por las empresas multinacionales (EMN) que resultan actores gravitantes de la ISI. Luego, a partir de la caída de los acuerdos de Bretton Woods en la década del setenta, se adicionan dos nuevos elementos a los mencionados previamente: el pago de los servicios de la deuda externa y la fuga de capitales (López y Sevilla, 2010; Abeles, Lavarello, y Montagu, 2013; Amico, Fiorito, & Zelada, 2012).

1.1- La escasez de divisas desde la ortodoxia y la heterodoxia

Las distintas construcciones teóricas sobre el tema (que a su vez reflejan distintos posicionamientos ideológicos y políticos) tienen como objetivo explicar la escasez de divisas para luego prescribir los medios para su superación. Dichas teorizaciones pueden ser agrupadas en dos perspectivas enfrentadas: una ortodoxa y una heterodoxa. Esta síntesis de posicionamientos en dos agregados constituye una omisión analítica que no procura desconocer la profundidad y diversidad de teorías existente.

Por un lado, la ortodoxia económica argentina, en base a la teoría neoclásica y al dogma neoliberal, propone solucionar la escasez de divisas a través de la producción y exportación de materias primas en las que Argentina tiene ventajas comparativas dadas por su dotación relativa de factores y la importación de todos aquellos bienes y servicios en los que Argentina no es competitiva. Como la industria argentina no es internacionalmente competitiva, consume divisas a través de la generación de empleo improductivo. Por lo tanto, las políticas de libre mercado (la eliminación o disminución de los aranceles a las importaciones y los subsidios industriales, la no inferencia del estado en la asignación del crédito, en el mercado cambiario, en la producción de bienes y servicios clave, etcétera) permitirían desarrollar solo aquellos sectores económicos

competitivos y finalizar con los faltantes de divisas. Existiría una dicotomía entre crecimiento e igualdad en la que la exigencia de salarios altos beneficia las políticas a favor de una industria protegida en detrimento del sector primario más productivo (Gerchunoff y Llach, 2003). Asimismo, en su variante neoliberal, este posicionamiento suma a la apertura comercial, la de la cuenta capital y la desregulación financiera a fin de asignar recursos de forma eficiente (McKinnon, 1973). De esta forma, propone aumentar la productividad de la economía mediante el ingreso de divisas por endeudamiento externo e inversiones extranjeras. Un país con bajo ingreso per cápita y con bajas existencias de capital presentaría una productividad marginal del capital más alta en comparación a un país desarrollado. Esto permitiría al país más pobre incrementar su capacidad productiva con ahorro prestado, pagando luego los intereses y la deuda con los resultados de la inversión productiva realizada (Bresser-Pereira y Gala, 2007).

En cambio, la heterodoxia proveniente (principalmente) de las corrientes de pensamiento Estructuralista y Neoschumpeteriana, parte de que la periferia tiene una conformación económica y social cualitativamente distinta a la del centro. Por eso, hace foco en la necesidad de industrializar y agregar valor a los bienes y servicios que Argentina produce. Las actividades productivas que un país realiza (o deja de realizar) no son neutrales: el desarrollo económico como proceso histórico y dinámico implicó siempre la elección de un determinado grupo de actividades cuyas características principales son la incorporación de valor agregado y contenido tecnológico, economías de escala y alcance, pronunciadas curvas de aprendizaje, entre otros. La producción de bienes y servicios (finales o intermedios) tiene particularidades y especificidades que devienen en círculos virtuosos (desarrollo económico) o viciosos (subdesarrollo) (Reinert, 2007). A los efectos de incorporar las actividades más deseables en términos de desarrollo, el estado debería desempeñar un alto grado de intervención para establecer precios deliberadamente distorsionados que permitan a las empresas locales competir internacionalmente con las de los países desarrollados. Como contrapartida, a los efectos de disciplinar a dichas empresas, el estado debería también fijar estrictos estándares de desempeño (Amsden, 1989). Las principales prescripciones propuestas desde esta posición son proteger a la industria naciente; promover las exportaciones para explotar las economías de escala; incentivar los procesos de aprendizaje, la difusión tecnológica y la competencia oligopólica; controlar las inversiones externas y

canalizarlas hacia las exportaciones; llevar adelante la liberalización comercial y financiera solo gradualmente y en la medida que lo posibilite el desarrollo de las fuerzas productivas (Wade, 1990).

Por lo tanto, desde esta perspectiva, la RE es una característica inherente del subdesarrollo que se explica, en primer término, por las características de los bienes y servicios que los países producen y comercializan internacionalmente. En la medida que la periferia se concentre en la exportación de ciertos bienes y servicios como las materias primas, no tendría posibilidad de superar la RE. Por otro lado, los flujos de recursos provenientes de los países centrales no constituyen de por sí una solución a la brecha productiva. Señala Reinert (2007) que enviar capital a un país pobre carente de políticas de estado, empresariado o un sistema industrial que viabilice el desarrollo económico, no genera capitalismo. Bresser Pereira y Gala (2007) agregan que el principal resultado del ingreso de ahorro extranjero (sea en la forma de préstamos o de inversión extranjera directa) no es el aumento de la tasa de inversión sino el aumento en el consumo y el endeudamiento externo. Este último es causado por la sustitución de ahorro doméstico por ahorro externo, por lo que el aumento en la remuneración del capital extranjero no queda reflejado en un aumento de la capacidad productiva. Es por eso que estos autores consideran que la estrategia de crecimiento con ahorro externo es dañina incluso si no causaran (como muchas veces sucede) una crisis del balance de pagos o un debilitamiento financiero y dependencia del crédito externo.

1.2- La Restricción Externa

Una primera aproximación al estudio de la Restricción Externa como un limitante al crecimiento o al desarrollo económico dentro de la literatura keynesiana surge del propio Keynes (1929) al advertir que el costo de las reparaciones impuestas a Alemania con posterioridad a la Primera Guerra Mundial resultaron ser más severas que lo previsto. El país derrotado no solo debía incurrir en un ajuste fiscal, sino también externo para pagar en divisas. Dentro de esta misma corriente de pensamiento, Thirwall (1979) modelizó una tasa de crecimiento compatible con el equilibrio de la balanza de pagos y dio origen a la “Ley de Thirwall”.

Para el caso argentino y latinoamericano, los aportes al estudio de la Restricción Externa sobresalieron en cantidad y calidad. Tuvieron por objeto resolver el problema amplio del desarrollo económico y no solo tratar un desequilibrio macroeconómico

específico. Durante el período de Industrialización por Sustitución de Importaciones (ISI), la RE explicaría los ciclos de “*stop and go*”, destacándose al respecto los trabajos (entre otros) de Díaz Alejandro (1963), Ferrer (1963), Braun y Joy (1981) y Diamand (1972, 1973). Este último introdujo el estudio de la “estructura productiva desequilibrada” como causante de la RE. En todos ellos, las devaluaciones tenían características recesivas, redistribuían los ingresos de forma regresiva y generaban una espiral inflacionaria de precios y salarios.

La liberalización de la cuenta capital en la década de 1970 tuvo su reflejo en la Argentina cuando en 1976 se caminaron los primeros pasos hacia la apertura económica y desregulación financiera. A partir de entonces y luego profundizándose en la década de 1990, la bibliografía indica que la RE operó principalmente a través de la cuenta capital y Financiera en detrimento de la cuenta corriente. Esto da cuenta de la mayor importancia relativa de los flujos de capitales y no de una mejora en la Estructura Productiva Desequilibrada que siguió siendo gravitante (López y Sevilla, 2010; Amico, Fiorito y Zelada, 2012).

De esta manera, nuevos elementos se sumaron a la RE y a la vulnerabilidad externa en general. Primero, Thirlwall y Hussain (1982) incorporaron el financiamiento de los desequilibrios comerciales a través de la cuenta capital. Edmar Bacha (1983) incorpora el estudio de la restricción externa al modelo de dos brechas. Moreno-Brid (1999) modifica el modelo de Thirlwall y Hussain para agregar el tema de la deuda externa. También Diamand y Crovetto (1988) incorporan los movimientos de capitales y pagos de intereses como una profundización de la RE.

El financiamiento de los déficits de cuenta corriente atrayendo capitales especulativos, inversiones extranjeras o privatizando empresas públicas fue el modelo de muchos países periféricos en la década de 1990. Este proceso es criticado por Bresser Pereira y Gala (2007) porque sustituye ahorro interno por ahorro externo. Es decir, por un lado, empeora el problema de la RE porque genera a posteriori una salida de divisas en concepto de intereses o remisión de utilidades y, por el otro, no aumenta la inversión. Frenkel (2003) y Kregel (2006) se ocupan de la fragilidad financiera, aplicando la hipótesis de inestabilidad financiera descrita por Minsky (1993) para un país en desarrollo. El ciclo comienza cuando la abundancia de liquidez internacional promueve el lanzamiento de programas de desregulación financiera que en una primera fase permiten acumular reservas y elevar las tasas de crecimiento de los agregados

monetarios; el tipo de cambio tiende a apreciarse lo que, sumado a la apertura comercial y la expansión de la demanda, incrementa el déficit comercial. Cuando el déficit por cuenta corriente es mayor que los ingresos de capital, empieza gradualmente a aumentar la desconfianza en la solvencia del sistema, aumentando la prima de riesgo y luego, cambios abruptos en los flujos de capital pueden terminar detonando una crisis financiera y cambiaria con corrida contra las reservas del Banco Central.

Sin embargo, la salida abrupta o gradual de capitales no necesariamente se explica como un movimiento de capitales especulativos del exterior tipo “minskyano”. Al respecto, un tema clave que aparece vinculado a la profundización de la RE es la Fuga de Capitales, cuya correlación positiva con la deuda externa se torna determinante a la hora de explicar la RE argentina en los años recientes (Basualdo y Kulfas, 2000). La fuga de capitales por parte de residentes y no residentes puede producirse sin que haya un ingreso de capitales especulativos en un período previo (Médici y Panigo, 2014; Gaggero, Casparrino y Libman, 2007; Gaggero, Kupelian, y Zelada, 2010).

1.3- El Sistema Monetario Internacional

UNCTAD (2015) entiende que la principal función del Sistema Monetario Internacional (SMI) es contribuir hacia la estabilidad macroeconómica y financiera global mediante el mantenimiento de tipos de cambio estables, posiciones en cuenta corriente sostenibles, la provisión de una cantidad adecuada de liquidez internacional y ajustes ordenados a los *shocks* externos.

En teoría, los propósitos de un SMI deberían ser: i) funcionar como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor internacional (McKinnon, 1993); ii) velar por el equilibrio de pagos entre países proveyendo crédito en caso de existir tensiones (Eichengreen, 2008); iii) incentivar el financiamiento del desarrollo económico canalizando recursos (Chapoy, 2001); iv) coordinar entre los países las políticas macroeconómicas (Krugman, 2003).

Para llevar adelante esos propósitos, existe una Arquitectura Financiera Internacional (AFI) que comprende al complejo institucional y normativo que rige las relaciones monetarias y financieras públicas y privadas a escala internacional (Castiglioni, 2013). El desarrollo histórico de la misma responde a las problemáticas del SMI que la configuración de la AFI en un determinado momento no pudo resolver (Ugarteche, 2007).

En última instancia, los objetivos que persigue el SMI a través de la AFI quedan definidos por las relaciones de poder entre los países. Dimenzon y Hopenhayn (1988) señalan que el único principio que consiguió preservar la estabilidad monetaria internacional por algún tiempo fue la hegemonía. La misma no solo incluye la dominación sino que también comprende un liderazgo moral e intelectual (Arrighi, 2010). De acuerdo a Arceo (2011), el estado hegemónico impone, conforme a su interés nacional, un determinado o sucesivos modos de acumulación en escala mundial que suponen una cierta modalidad de regulación del orden económico internacional. La divergencia en la evolución económica entre el centro y la periferia tiene como una de sus aristas “el control de la moneda y la finanzas internacionales” (Cardoso de Mello, 1998). En el sistema monetario internacional, la distinción entre “centro” y “periferia” toma principalmente la forma de emisión de monedas convertibles e inconvertibles, respectivamente. Una moneda es inconvertible si no posee aceptación en el ámbito internacional o, más exactamente, cuando no desempeña en ese plano, ninguna de las funciones clásicas de la moneda: unidad de cuenta, medio de pago o reserva de valor (Carneiro, 2006).

Al analizar la evolución histórica del SMI, las mayores problemáticas aparecen (y algunas reaparecen) tras la caída de los Acuerdos de Bretton Woods y el fin de la convertibilidad del dólar en oro a una tasa fija en 1971 (Serrano, 2003, 2004; Eichengreen, 2008; McKinnon, 1993). Ocampo (2009) encuentra tres deficiencias en el funcionamiento actual del SMI: i) el “Sesgo anti-keynesiano”: el peso del ajuste recae sobre los países deficitarios; ii) el “Dilema de Triffin”: los problemas de inestabilidad en la liquidez internacional por usar una moneda nacional como internacional sin paridad en oro; iii) Inequitativo: la transferencia de recursos por parte de los países en desarrollo mediante la acumulación de Reservas Internacionales.

En relación al impacto del SMI sobre los países periféricos, Magalhães Prates (2005) explica que la mayor vulnerabilidad de los países emergentes en las crisis financieras de la década de 1990 estuvo asociada a las asimetrías monetarias y financieras del Sistema Monetario y Financiero Internacional. También Ocampo, Spiegel, y Stiglitz (2008) asocian la liberalización de la cuenta capital a la generación de riesgos en los países en desarrollo; tampoco ayudó a estos países a conseguir tasas de crecimiento más rápidas y los flujos de capital no siempre fueron en el sentido esperado.

Medeiros y Serrano (1999) son quienes más claramente expresan el vínculo entre el SMI y la RE; los condicionantes externos siempre aparecen en los países que intentan desarrollarse puesto que deben tratar de resolver su problema del balance de pagos, es decir, de RE. La amplitud de los espacios y oportunidades para el crecimiento de esos países en cada período histórico está vinculada a las características generales del SMI y la orientación geopolítica del hegemon. Este último cumple un rol fundamental en el control de la expansión de la demanda efectiva y de la liquidez internacional. De esta manera, puede “invitar” al desarrollo a un país liberándolo de la RE, de acuerdo a sus objetivos geopolíticos.

A fin de superar algunas de las limitaciones y problemas que genera el SMI, algunos autores proponen técnicas para administrar la cuenta capital de los países en desarrollo (Epstein, Grabel, y Jomo, 2003; Allami y Cibils, 2009). Otros proponen reformar la Arquitectura Financiera Internacional para superar sus deficiencias (Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, 1999; Xiaochuan, 2009; UNCTAD, 2015; Ocampo, 2014; United Nations Non-Governmental Liaison Service, 2009) y también existen propuestas en favor de la cooperación monetaria y financiera regional que, ya sea como medio de pago, fondo de reserva o banca de desarrollo puede complementar o sustituir a la Arquitectura Financiera Internacional (Ocampo, 2006; Wierzba, 2007; Fritz y Mühlich, 2010; Legard, 2011).

2- La teoría y la historia del Sistema Monetario Internacional

2.1- La teoría del Sistema Monetario Internacional

Sus objetivos teóricos

La definición del Sistema Monetario Internacional (también denominado Sistema Monetario y Financiero Internacional), como muchas otras en la teoría económica, no es única ni acabada. En general, existen en la literatura diversas posturas sobre qué es o debería ser el SMI. Una forma de definirlo sería a través de sus alcances y objetivos, es decir, hacia donde supuestamente debería apuntar.

Para este trabajo, se rescataron de distintos autores cuatro cuestiones en las cuales el SMI podría dar una respuesta favorable, en términos de un crecimiento económico mundial estable y de favorecer (o no obstaculizar) los procesos de desarrollo económico en la periferia. A grandes rasgos, dichas cuestiones serían: i) la generación estable de liquidez internacional; ii) el ajuste y el financiamiento de los desequilibrios en los Balances de Pagos; iii) el financiamiento del desarrollo; iv) y la coordinación de políticas macroeconómicas entre países.

En primer lugar, distintos autores se refieren al objetivo del SMI como medio de pago, unidad de cuenta y depósito de valor internacional (McKinnon, 1993). De esta manera, funciona como contrapartida de los múltiples componentes que contiene el balance de pagos de un país: comercio de bienes y servicios, remuneraciones, transferencias, así como también inversiones directas y de cartera. Es un mecanismo que proporciona para el ámbito internacional (caracterizado por la existencia de múltiples monedas nacionales), funciones similares a las que el dinero fiduciario de un país ejerce a nivel doméstico. Para liquidar internacionalmente una transacción, se debe convertir el dinero doméstico en internacional (denominado divisa) y viceversa.

El volumen de divisas de libre disponibilidad conforma la liquidez internacional medida por el FMI como la suma de Reservas Internacionales. La provisión de la misma no debería ser constante sino ajustarse a los cambios en la demanda y responder de forma anti-cíclica frente a la escasez o al exceso de liquidez, de la misma forma que la política monetaria nacional lo hace a nivel doméstico.

En segundo lugar, el SMI debería velar por el equilibrio de pagos entre países. El ajuste de los desequilibrios a nivel internacional es distinto a lo que sucede a nivel doméstico porque involucra distintas unidades monetarias. El precio de convertir la moneda doméstica en divisas, denominado tipo de cambio, puede modificarse y ajustarse, afectando al conjunto de los precios relativos de bienes, servicios y activos.

En caso de que un país no cuente con las divisas necesarias para atender sus compromisos de pagos externos, se pueden generar tensiones y, eventualmente, también una crisis de liquidez y/o solvencia. Es por eso que Eichengreen (2008) considera que una de las funciones del SMI es contribuir al orden en los mercados de cambio, evitar los problemas del balance de pagos y proveer crédito en el caso de existir tensiones.

A nivel doméstico, un Estado puede responder satisfactoriamente a una crisis financiera siempre que la unidad de cuenta en la que se liquiden las operaciones bajo tensión sea la moneda emitida por ese mismo estado. Pero a nivel internacional, un país puede verse obligado a saldar obligaciones en una moneda que no emite y que, eventualmente, no posee en una cuantía suficiente (Serrano, 2003).

Por tal motivo, debería existir un prestamista de última instancia internacional que cumpla cuatro funciones: servir de prevención a las “corridas” de capital transfronterizas; otorgar financiamiento suficiente y oportuno en caso de producirse la “corrida”; facilitar o prestar en un marco de proceso de tipo convocatoria de acreedores; asistir a los estados nacionales en caso de una crisis global (Hopenhayn y Vanoli, 2001).

En caso de que los desequilibrios sean crónicos e insostenibles, el SMI debería encargarse también del ajuste del balance de pagos. Los superávits de unos países son la contracara de los déficits de otros por lo que la sumatoria de los Balances de Pagos de todos los países equivale a cero. Como el sistema económico internacional es simultáneamente determinado, es imposible determinar si los desequilibrios en el balance de pagos son causados por los países con exceso de ahorros (superavitarios) o con exceso de gasto (deficitarios) (Kregel, 1999).

El SMI llevó adelante el ajuste siempre sobre el balance de pagos de los países deficitarios, liberando a los países superavitarios de tener que aumentar sus importaciones para compensar el comercio internacional, como había propuesto Keynes en las negociaciones de Bretton Woods (Ocampo, 2009). La única excepción es Estados

Unidos que lleva más de 30 años sin ajustar su déficit de cuenta corriente, o países beneficiados o “invitados al desarrollo” por el hegemon (Medeiros y Serrano, 1999).

En tercer lugar, el SMI podría incluir, entre sus objetivos, incentivar el financiamiento del desarrollo económico, principalmente mediante la canalización de recursos desde los países centrales a los periféricos. Alma Chapoy (2011) indica que el SMI debe facilitar el financiamiento del desarrollo económico de los diferentes países y fomentar la aplicación eficiente de los recursos financieros mundiales.

La teoría económica neoclásica considera que el ahorro de cada país (entendido como el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos) debería fluir desde donde la productividad marginal del capital es menor hacia donde es mayor y que, como los países en desarrollo tienen un menor stock de capital en comparación a los países desarrollados, los primeros siempre tendrían una productividad marginal del capital mayor que los segundos. En consecuencia, para permitir este proceso automático del mercado, esta teoría propone que los países en desarrollo liberalicen los flujos por la cuenta capital del balance de pagos. Sin embargo, excepto en el caso de altas oportunidades de inversión, la estrategia de crecimiento con ahorro externo es dañina al país porque una parte substancial del financiamiento externo, sea como préstamos o como inversión directa, tiende a ir al consumo importado (Bresser-Pereira y Gala, 2007).

Por tratarse de créditos en divisas, el financiamiento para el desarrollo debería canalizarse hacia inversiones de alto retorno e internacionalmente competitivas; estas, en una etapa posterior, deberían ser capaces de generar los recursos financieros locales y las divisas con que servir la deuda contraída a través de los superávits de su balance comercial, por la vía de las exportaciones y la sustitución de importaciones, especialmente industriales (Hopenhayn y Vanoli, 2001).

Por último, un cuarto potencial objetivo del SMI sería coordinar las políticas macroeconómicas nacionales entre países. Cada país debe ocuparse, por un lado, de metas domésticas como son el pleno uso de las capacidades instaladas, un nivel de desempleo aceptable o el desarrollo de sus fuerzas productivas; pero las mismas no pueden alcanzarse si existe una restricción externa. El equilibrio en el balance de pagos de un país no implica necesariamente que se cumpla con las metas internas y, en sentido opuesto, el cumplimiento de las metas de acumulación domésticas puede implicar un desequilibrio externo permanente.

A modo de ejemplo, cualquier variación del tipo de cambio real de un país implica, automáticamente, una variación en sentido opuesto de los tipos de cambio reales de los otros países, y cualquier cambio del gasto interno total de un país es probable que altere su demanda de productos en el extranjero (Krugman, 2012).

La coordinación de las políticas macroeconómicas permitiría obtener un mejor resultado para el conjunto de los países intervinientes que si cada uno actuara de forma independiente, de manera similar a lo que ocurre en el “dilema del prisionero”. Pero un resultado superior para el conjunto no garantiza que la distribución de los beneficios satisfaga a todos los países por igual (Ghymers, 2001). La distribución de los beneficios, en última instancia, depende de los intereses del país hegemón y los otros países centrales que definen los objetivos concretos del SMI y la forma en la que los países se relacionan.

Al respecto, para vincularse, los países pueden crear una Arquitectura Financiera Internacional (AFI). Al igual que en el caso del SMI, no existe una definición unánime de AFI. La relevancia de la misma radica en que su desarrollo está íntimamente vinculado a las necesidades y problemas que surgen en el SMI.

A los efectos de completar un esquema conceptual que permita interpretar el funcionamiento del SMI y sus falencias, la definición de AFI considerada en este trabajo apunta al complejo institucional y normativo que rige a las relaciones financieras y monetarias públicas y privadas a escala internacional. Tal institucionalidad emerge a partir del rol asignado a las finanzas, las herramientas e instituciones financieras en la estrategia de acumulación del capital en un período determinado (Castiglioni, 2013).

La propuesta de Keynes

Las discusiones sobre la planificación del Sistema Monetario Internacional de posguerra entre Gran Bretaña y Estados Unidos estuvieron personificadas en John Maynard Keynes y Harry Dexter White, respectivamente. Las posiciones de ambos diferían en relación a las obligaciones impuestas a los países acreedores, la flexibilidad de los tipos de cambio y la liberalización de la cuenta capital. Keynes proponía permitir a los países modificaciones en sus tipos de cambio, así como también aplicar restricciones cambiarias y comerciales; en cambio, White preveía un mundo libre de controles y tipos de cambio fijos controlados por una institución con poder de veto (Eichengreen, 2008). También había diferencias en cuanto a la naturaleza de las cuotas parte iniciales:

derechos de giro en el caso de Keynes y suscripción al capital de un fondo de acuerdo a White (Aglietta, 2015).

La propuesta del economista inglés incluía la creación de un banco central de bancos centrales: la International Clearing Union (ICU) debería liquidar y registrar todos los pagos internacionales utilizando una unidad de cuenta común llamada “Bancor”. Esta última quedaría fija en términos de oro (aunque no de forma inalterable) y aceptada como su equivalente. De forma similar a como funciona un banco en un sistema doméstico, las acreencias de los balances no son retirados de la circulación y permiten financiar las deudas de otros, evitando de esta forma generar presiones deflacionarias en toda la economía. El Bancor tendría una naturaleza totalmente fiduciaria y sería utilizada solo por los Bancos Centrales para las transacciones internacionales y quedaría su emisión en manos del ICU (Keynes, 2012).

El objetivo de Keynes era que los países superavitarios y deficitarios compartan la carga del ajuste. Caso contrario, los países deficitarios son obligados a reducir o eliminar su déficit del Balance de pagos mientras que los países superavitarios pueden sostener esa situación ilimitadamente. Para eso Keynes quería que, a través del ICU, los países superavitarios financien a los deficitarios de forma automática e incondicional ya que los límites los fijaría el propio sistema. Acreedores y deudores tendrían entonces la necesidad de ajustarse ante excesos en el resultado de sus cuentas externas. Es decir, los países acreedores deberían expandir el gasto y los deficitarios reducirlo para evitar ser penalizados.

Keynes entendía que el ajuste únicamente por parte de los países deficitarios produciría una tendencia recesiva deflacionaria a nivel internacional; los países deficitarios gastarían menos para ajustar su balance de pagos pero los países superavitarios no estarían obligados a incrementar sus gastos. En la totalidad, esto implicaría una reducción del gasto global, lo que para una economía tirada por la demanda tiene consecuencias recesivas y de desempleo.

Otro punto crucial del esquema en cuestión es el control de capitales, tanto a su ingreso como a su egreso. Indica Keynes que esto no significa terminar con las inversiones internacionales con “fines legítimos”. Para eso propone, por un lado, distinguir entre créditos de largo plazo de la fuga de capitales y, por el otro, controlar los movimientos especulativos de corto plazo.

Como se describirá en la próxima sección, este último punto sería finalmente el único que quedaría en la versión final de los Acuerdos Bretton Woods ya que, en los hechos, la propuesta vencedora fue la norteamericana. La misma estaba basada en un fondo como prestamista internacional, el dólar como moneda internacional y tipos de cambio fijos aunque ajustables ante un “desequilibrio fundamental” que, sin embargo, quedó sin definirse.

2.2- La historia del Sistema Monetario Internacional

El análisis abstracto del SMI solo sirve como punto de partida ya que el único laboratorio disponible a los economistas es la historia. Las decisiones de un país en un momento del tiempo dependen de las decisiones hechas por otros países en períodos precedentes. Es así que el SMI muestra dependencia temporal y requiere para su estudio ser contextualizado históricamente (Eichengreen, 2008). Además, la forma en la cual un Sistema monetario internacional realmente funciona difiere enormemente de las reglas escritas o pretendidas en el tratado en el cual aparentemente están basados (McKinnon, 1993).

La historia del SMI se divide generalmente en cuatro períodos, conocidos como “Patrón Oro”, el período de entreguerras, el sistema de Bretton Woods y la Globalización Financiera. Considerando los objetivos potenciales del SMI descritos en el apartado anterior (provisión de liquidez internacional, financiamiento y ajuste de los desequilibrios en el balance de pagos, financiamiento del desarrollo y coordinación de políticas), a continuación se analiza sintéticamente cada período.

El Patrón Oro

El primer período histórico en el que el SMI empieza a funcionar como tal es generalmente denominado Patrón Oro (1879-1913). Franklin Serrano llama a este período Patrón Oro-libra esterlina. La diferencia en el nombre no es azarosa puesto que en la misma subyace el rol que jugaba Gran Bretaña y su moneda. Por ejemplo, de acuerdo a Krugman (2012), ningún país ocupa un puesto privilegiado dentro del sistema: cada país es responsable de mantener el valor de su moneda en función de sus reservas de activos internacionales oficiales, el oro.

Para McKinnon (1993), también el Patrón Oro era un sistema simétrico pero con alguna preponderancia de Inglaterra, entendiéndose que la profundidad del mercado londinense

así como el compromiso unilateral de este país con el libre comercio hacia fines del Siglo XIX eran esenciales para el éxito del Patrón Oro en integrar la economía internacional. Sin embargo, Serrano (2003) argumenta que el sistema no era simétrico ya que Gran Bretaña funcionaba como el país hegemón que emitía la moneda clave: la libra esterlina. Esta moneda tiene una paridad fija con el oro y, a su turno, el resto de las monedas mantiene –en la medida de lo posible- una paridad fija con la libra esterlina.

A pesar de que el modelo económico utilizado tradicionalmente para explicar este período es el de David Hume, de acuerdo al cual los balances de pagos ajustan mediante el flujo de oro entre países, en la realidad, este quedaba atesorado en el país hegemón y la liquidez internacional era provista por la libra esterlina o documentos denominados en dicha moneda. Indica Eichengreen (2008) que en el período no existieron cargamentos internacionales de oro en la escala predicha por el modelo.

El país hegemón tiene un riesgo de default igual a cero ya que siempre puede liquidar su deuda externa con la moneda que emite, en este caso, la libra esterlina. Por lo tanto, las autoridades monetarias de dicho país pueden fijar de forma discrecional la tasa de interés, resultando la misma en la tasa de interés básica de la economía internacional. Las tasas de interés domésticas del resto de los países soberanos son iguales a la sumatoria de la tasa básica fijada por el hegemón y el denominado “riesgo país”, es decir, aquel que surge de tener una deuda en una moneda que no emite y que, por lo tanto, deberá obtener mediante resultados positivos en el balance de pagos. Si el país hegemón decidiera subir o bajar la tasa de interés básica, la tasa del resto de los países debería moverse de forma acorde.

Durante el período de vigencia del “Patrón oro - libra esterlina”, Gran Bretaña tuvo déficits en su balance de pagos (no en su cuenta corriente) porque realizaba inversiones de largo plazo en el exterior en libras esterlinas, ya sea que se trate de Inversión Extranjera Directa o inversiones de cartera, y de esta forma proveía liquidez internacional. En sentido opuesto, el resto de los países que en su agregado tenían un superávit de balance de pagos frente al país hegemón invertían en activos líquidos de corto plazo en el país central denominados en libras esterlinas, en vez de quedarse con el exceso de liquidez en oro que no tiene rendimiento. Esto significaría que las inversiones de largo plazo del país central en el resto de los países se igualan con las de corto plazo realizadas por estos en el país central.

En caso de que el resto de los países prefiriesen demandar oro en vez de invertir en activos líquidos del país central denominados en libras esterlinas, este último puede discrecionalmente subir la tasa de interés básica y, de esta forma, evitar la salida de oro (Serrano, 2003). Mediante sus inversiones y controlando la tasa de interés de referencia, Inglaterra regulaba la liquidez internacional al mismo tiempo que obtenía un rédito por la diferencia entre el rendimiento que otorgan sus inversiones de largo plazo y el que debía pagar por las inversiones líquidas de corto plazo colocadas en su país.

De esta manera, en los ciclos de auge, aumenta la liquidez internacional mediante el flujo de inversiones británicas y una balanza comercial inglesa con signo negativo en favor de los países periféricos proveedores de materias primas. Pero cuando se revierte el ciclo, Inglaterra aumenta su tasa de interés por lo que disminuye el crédito y acapara grandes flujos netos de capital atraídos por dichas tasas. También reduce su déficit comercial (tanto por la disminución de las cantidades importadas como por el freno simultáneo de los precios de las materias primas y alimentos importados), generando en los países periféricos una fuerte inestabilidad cíclica.

A pesar de dichas inestabilidades, una condición era necesaria para que los países agrario-exportadores, que complementaban la estructura productiva inglesa a partir de la producción y exportación de commodities y la recepción de inversión directa británica orientada a sustentar dicha producción, consiguiesen equilibrar sus balance de pagos: debía existir una integración financiera con el centro, principalmente con Londres ya que debido a la inestabilidad cíclica, era necesario que en las fases recesivas los países periféricos consiguiesen financiamiento externo en cantidades suficientes para mantenerse integrados al sistema hasta la próxima reversión del ciclo. De esta forma, Inglaterra financiaba una forma de crecimiento complementaria a su economía (Medeiros y Serrano, 1999).

Pero no era la única modalidad de crecimiento. Las condiciones generales establecidas por el Patrón Oro-libra esterlina admitían otro proceso distinto. Este estaba basado en la industrialización liderada por el estado y centrada en la formación, expansión, y protección del mercado interno mediante la copia de técnicas productivas, estableciendo unilateralmente controles de capital y levantando barreras aduaneras. Así es que los países de industrialización tardía como Estados Unidos, Alemania o Francia pudieron sobrepasar a Inglaterra en cuanto a productividad industrial. Señala Hobsbawm que el

mismo proceso que debilitaba la competitividad industrial británica fortalecía el triunfo de las finanzas y el comercio de dicho país, como se cita en Medeiros y Serrano (1999).

Durante este período, la armonización de políticas monetarias quedaba principalmente en manos del liderazgo del Banco de Inglaterra y de la disposición del resto de los bancos centrales a seguirlo. En general, ante un aumento en la tasa de interés dispuesta discrecionalmente por el Banco inglés, el resto acompañaba para evitar entradas o salidas de oro. Pero cuando se avecinaba un problema de iliquidez, la armonización de políticas por este camino se volvía más complicada.

Contener una crisis financiera podía requerir que las tasas de descuento de los distintos bancos centrales se movieran en sentidos opuestos. Un país experimentando una crisis y sufriendo una pérdida de reservas podía ser forzado a aumentar su tasa de descuento en orden de atraer oro y capital desde el extranjero. La cooperación requería que otros países permitieran que el oro fluya al banco central necesitado en vez de responder en el mismo sentido. El enfoque de seguir al líder no era suficiente. De todas maneras, el banco de Inglaterra supo contar con la ayuda de otros bancos centrales en momentos clave, en el entendimiento de estos últimos que su ayuda era necesaria para sostener al sistema en su conjunto (Eichengreen, 2008).

A fin de sostener su posición hegemónica como país emisor de la moneda clave, había dos cosas que Inglaterra debía impedir que ocurran: i) no debía tener déficits crónicos en la cuenta corriente de su balance de pagos; ii) ni tampoco cambiar el precio oficial del oro en términos de libras esterlinas a fin de mantener dicha paridad nominal el mayor tiempo posible. Si el país central tuviera déficits en su cuenta corriente, aumentarían sus pasivos externos pudiendo generar salidas de oro o incrementar la demanda este, en vez de liquidar su balance de pagos en libras esterlinas. Naturalmente, si Inglaterra decidiera por su cuenta depreciar la libra respecto al oro, su moneda dejaría de ser tan deseable como el oro y los otros países demandarían recibir sus pagos en este último (Serrano, 2003).

En suma, durante la vigencia del patrón oro-libra esterlina, la forma de organización era hegemónica y no existía una AFI más allá del liderazgo implícito del sistema financiero inglés. El SMI cumplía con la provisión de liquidez internacional a través de documentos denominados en libras esterlinas y provistas por Inglaterra en base a su relación con los otros países. Cuando escaseaba la liquidez, los déficits en los balances de pagos de los países proveedores de materias primas y alimentos a Inglaterra eran, por

un lado, financiados por el sistema financiero con centro en Londres y, por el otro, sus economías ajustaban por procesos deflacionarios (detonados por menores ingresos de divisas de las exportaciones y el freno del ingreso de capitales). En cuanto al financiamiento del desarrollo, Inglaterra canalizó capitales hacia los países que lo proveían de materias primas y alimentos a fin de fomentar el desarrollo en los sectores complementarios a su economía. Asimismo, focalizada en su sistema financiero y comercial, le quitó importancia a su política industrial por lo que terminó siendo superada por Estados Unidos, Alemania y Francia que habían arrancado el período por debajo de Gran Bretaña en cuanto a capacidad productiva. Por último, la coordinación de políticas se basó en el liderazgo inglés puesto que los bancos centrales de los principales países seguían las señales de su banco central. Pero cuando se presentaban situaciones de iliquidez, los bancos centrales no facilitaban el ajuste del país en problemas, a menos que consideraran que peligraba el sistema en su conjunto.

Los Acuerdos de Bretton Woods: el Patrón dólar-oro

A comienzos del Siglo XX, aparecieron centros financieros por fuera de Londres. A fin de conquistar mercados externos, Estados Unidos y Alemania ofrecían financiamiento público y privado para aquellos países que les importaran bienes manufacturados. También la competencia por el acceso a los mercados proveedores de materias primas era decisiva para la expansión de los nuevos países industriales (con la excepción de Estados Unidos). De esta forma, el montaje de redes comerciales y de pagos por parte de Estados Unidos y Alemania en torno de sus periferias minaría el funcionamiento de Inglaterra como centro comercial y financiero de la economía mundial (Medeiros y Serrano, 1999). A la salida de la Primera Guerra Mundial, el sistema ya no era el mismo: Inglaterra incurría en continuos déficits de cuenta corriente y los países involucrados en el conflicto habían emitido dinero fiduciario en exceso para afrontar los gastos. En 1925, Gran Bretaña intenta restaurar la paridad entre la libra esterlina y el oro que había prevalecido antes de la Guerra con el objetivo de hacer creer que la libra esterlina seguía siendo tan buena como el oro pero como los aumentos de precios habían sido muy distintos entre países, el tipo de cambio real de Inglaterra frente a Estados Unidos, a la misma paridad nominal de preguerra, se había apreciado enormemente (Serrano, 2003). Esto generó un efecto deflacionario y el banco de Inglaterra debió subir su tasa de descuento para evitar una mayor fuga hacia el dólar.

Reacia a deflacionar aún más para mantener una alta tasa de interés y en vista de un alto desempleo, Gran Bretaña devaluó bruscamente en septiembre de 1931 después de una corrida en su escaso stock de oro (y discontinuó cualquier paridad oficial con este metal). Al devaluar la libra, puso entonces mayor presión en aquellos países que todavía mantenían la paridad con el oro para que deflacten a fin de mantener sus reservas de oro requeridas legalmente para la emisión doméstica. Estados Unidos finalmente devaluó en 1933 y Francia tres años después (McKinnon, 1993).

Luego de la deflación y abandono de la paridad fija con el oro, se tomaron medidas en sentido opuesto (políticas monetarias expansivas) pero siempre a partir de iniciativas unilaterales, lo que implicaba en cierto punto la depreciación de la moneda. De esta forma, comenzó un proceso, conocido como *beggar-thy-neighbor*, de múltiples devaluaciones que afectaban la competitividad de los socios comerciales de cada país. Al no haber coordinación de políticas, la expansión monetaria perjudicaba al vecino que, naturalmente, optaba por hacer lo mismo. Eichengreen (2008) considera que si todos los países hubieran acordado reducir las tasas de interés y expandir sus ofertas monetarias coordinadamente, habrían podido estimular sus economías efectivamente sin desestabilizar sus tipos de cambio.

Pero en este período ya no había una hegemonía que lidere las políticas monetarias: Inglaterra dejó de proveer liquidez internacional a través de la libra y de financiar los desequilibrios del balance de pagos de los países complementarios a su economía, como lo venía haciendo. Por dicho motivo, los ajustes del balance de pagos implicaron procesos deflacionarios con altos costos en términos de desempleo o devaluaciones unilaterales que quitaban previsibilidad al comercio internacional, sin haber coordinación entre los países.

En este período de entreguerras, el oro fluyó desde Gran Bretaña hacia Estados Unidos. No obstante, este país aún no comenzaría a jugar el rol hegemónico que el primero había tomado durante la plena vigencia del Patrón Oro: tenía superávits tanto en su cuenta corriente como en su cuenta capital (Serrano, 2003). Así, a través de la deflación en la década del veinte y a través del proteccionismo comercial en la década siguiente, la economía internacional colapsó (McKinnon, 1993).

Estos problemas estuvieron presentes en las discusiones previas a los acuerdos de Bretton Woods en los que Keynes, como representante británico, propuso un tipo de moneda internacional, que no sería la moneda de ningún país específico y que generaría

ajustes más simétricos y estabilidad en las relaciones económicas internacionales. Keynes consideraba que el sistema monetario internacional tendía a imponer una tendencia a la recesión deflacionaria de la economía mundial y pensó en formas de contrarrestar esta tendencia (Ocampo, 2009; Serrano, 2004)

También Keynes entendía que la liquidez internacional no debería ser provista por el oro ni tampoco por una moneda nacional. Se expresó, en cambio, en favor de una moneda auténticamente internacional: el Bancor -basado en el valor de treinta *commodities* representativos- que debería ser emitido por una autoridad monetaria internacional (Keynes, 2012; Xiaochuan, 2009).

En lo que se refiere a los movimientos de capital, Keynes deseaba que fueran rígidamente controlados. El objeto era prevenir que los movimientos especulativos en la cuenta capital perturben el ajuste externo de los países. De esta forma, los tipos de cambio y las reservas internacionales deberían ser administrados en consonancia con los cambios en la competitividad real y los niveles de actividad de las economías (Serrano, 2004).

Por último, el economista inglés anhelaba que los tipos de cambio fueran lo suficientemente flexibles para que cada país pueda tener más libertad en sus políticas macroeconómicas, pero lo suficientemente estables para fomentar el comercio mundial (McKinnon, 1993). Sin embargo, Estados Unidos, que había salido victorioso en la Segunda Guerra Mundial (no solo por su victoria militar sino también económica) se perfilaba como el nuevo hegemón. Por lo tanto, las decisiones tomadas finalmente en Bretton Woods estuvieron más en sintonía con las necesidades y los deseos de este último que con las intenciones de Keynes.

Es decir, se estableció un esquema similar al implementado por Inglaterra durante el Patrón oro - libra esterlina en cuanto a una manifiesta asimetría: los roles de Estados Unidos y el resto de los países en el mantenimiento del nuevo SMI no eran los mismos. Se trata de un Patrón oro - dólar en tanto la moneda estadounidense es la que pasa a ocupar el rol de proveedor de liquidez internacional que previamente había tenido la moneda inglesa. Los beneficios de dicho rol para el país emisor son similares: Estados Unidos puede tener déficits crónicos en su balance de pagos, no así en su cuenta corriente.

A diferencia del período anterior, los tipos de cambio fijos se volvieron (al menos en teoría) también ajustables, se permitió la implementación de controles sobre los flujos de capital y fue creado el Fondo Monetario Internacional (FMI) que contaría con recursos financieros para financiar los balances de pagos de los países deficitarios y el poder de vigilancia para monitorear las políticas económicas de los países (Eichengreen, 2008).

En la práctica, como se impusieron controles a los flujos de capital, los países podían proteger sus monedas más fácilmente y ajustar ordenadamente sus economías en caso de desequilibrios externos. Si bien los tipos de cambio eran, en teoría, fijos pero ajustables, en los hechos raramente sucedieron cambios en las paridades. Por otro lado, los recursos del FMI aspiraban a ser una línea de defensa extra para los países intentando mantener tipos de cambio fijos en vista de presiones del mercado (Eichengreen, 2008).

Uno de los principales objetivos que se proponía Bretton Woods era restaurar las relaciones comerciales entre los países centrales. Eso requería que las monedas de dichos países fueran convertibles a dólares para realizar transacciones por la cuenta corriente del balance de pagos. En ese sentido es que el FMI debía supervisar la remoción de los impedimentos monetarios al comercio. El artículo VIII prohibía a los países restringir los pagos por cuenta corriente sin la aprobación del Fondo. Las monedas eran convertibles a tasas oficiales, y ningún miembro podía adoptar acuerdos de moneda discriminatorios (Eichengreen, 2008).

Pero la escasez de dólares posterior a la finalización de la Segunda Guerra Mundial impidió este proceso. Por dicho motivo, la realidad de posguerra obligó a los países europeos a crear la Unión Europea de Pagos (UEP) que, ante la incapacidad del FMI de proveer asistencia en la medida que requería la posguerra, tomó su rol. Estableció cuotas para los créditos comerciales y coordinó la parcial y progresiva apertura de las cuentas corrientes entre los países de Europa.

La autoridad de las instituciones de Bretton Woods fue debilitada por la decisión del FMI y el Banco Mundial (la otra organización creada en los Acuerdos de Bretton Woods que debía funcionar como banco de desarrollo) de distanciarse de los problemas de pagos de la posguerra. Al permitirles a los países miembros del UEP reducir las barreras al comercio entre ellos más rápidamente que la abolición de las restricciones a Estados Unidos, este país consintió la discriminación comercial (Eichengreen, 2008).

La UEP así como el Plan Marshall dieron cuenta de que el problema de la escasez de dólares era más difícil de resolver de lo que parecía cuando se firmaron los acuerdos de Bretton Woods. Las prácticas comerciales discriminatorias contra Estados Unidos por parte de la UEP compensaron la asimetría del SMI en favor de Estados Unidos.

A diferencia del Patrón Oro cuando los problemas en el sector externo se ajustaban mediante subas en la tasa de interés, en este período no era socialmente viable sacrificar el crecimiento y el empleo para acomodar el balance de pagos. La deslegitimación del orden social derivado de la crisis, la destrucción generada por la guerra y el papel desempeñado en la lucha contra el fascismo por la Unión Soviética y los partidos comunistas, crean una amenaza cierta, sobre todo en Europa, para la subsistencia del capitalismo (Arceo, 2011).

Por eso, el único recurso con que contaban los países europeos ante la escasez de dólares era implementar controles de cambios. Mediante la UEP, los países se aseguraban que los controles se aplicaban simultáneamente a todas las importaciones provenientes de países miembros y que eran temporarias.

Pero para efectivamente revertir la escasez de dólares cuando Estados Unidos tenía un importante superávit de cuenta corriente, fue necesaria la contribución directa del país americano a fin de reconstruir y desarrollar las economías capitalistas de Europa y Japón.

La redistribución de reservas desde Estados Unidos al resto del mundo sentó las bases para la convertibilidad de cuenta corriente. En 1948 Estados Unidos tenía más de dos tercios de las reservas monetarias globales; en una década su participación cayó a la mitad. El 31 de diciembre de 1958, los países de Europa restauraron la convertibilidad por cuenta corriente (Eichengreen, 2008).

Estados Unidos consintió e incentivó el desarrollo y la reconstrucción de los países mencionados por motivos geopolíticos (especialmente, por el conflicto conocido como “Guerra Fría”) de las siguientes formas, de acuerdo a Serrano (2004): 1) Estados Unidos no solo toleró sino también incentivó la depreciación de las monedas de otros países para hacerlas más competitivas respecto al dólar; 2) promovió las inversiones extranjeras directas a los países aliados; 3) llevó adelante misiones de transferencia técnica y tecnológica desde Estados Unidos; 4) realizó gastos militares en el exterior utilizando a los países aliados como proveedores; 5) abrió los mercados estadounidenses

a la importación proveniente de los países aliados en términos favorables; 6) canalizó la ayuda externa directa en términos de donativos, como el Plan Marshall; 7) toleró sin retaliación a las tarifas proteccionistas de los aliados así como a los subsidios a las exportaciones y barreras no arancelarias a los productos estadounidenses.

Por ejemplo, en el caso particular de Japón, luego de la Guerra de Corea en 1950, las indemnizaciones de guerra fueron perdonadas, el desmonte de los *zalbatsu* fueron interrumpidos y la demanda desde Estados Unidos impulsó la industria de máquinas y automóviles (Medeiros y Serrano, 1999).

Bajo estas estrategias geopolíticas y al igual que le sucedió a Inglaterra en el Patrón oro-libra esterlina, Estados Unidos comenzó a tener déficit en su balance de pagos a través de su cuenta capital y también, a lo largo del período, accederá a un achicamiento progresivo de su superávit por cuenta corriente. Los déficits estadounidenses eran compensados rápidamente por ingresos de corto plazo cuando los dólares de Estados Unidos eran aceptados como medio de pago internacional y los bancos centrales de otros países acumulaban reservas de dólares, que eran invertidas en títulos públicos líquidos estadounidenses (Serrano, 2004).

Pero en la medida que los países beneficiados por la política exterior de Estados Unidos crecieron más que este último y equipararon su productividad, el superávit de cuenta corriente estadounidense se fue reduciendo. Durante la segunda mitad de los años sesenta, los productores de Europa Occidental y Japón se apoyaron en las ganancias derivadas del comercio internacional para alcanzar las más altas tasas de expansión económica del período de posguerra (Arceo, 2011).

Paralelamente, como en el período habían crecido significativamente los activos denominados en dólares en relación a las reservas de oro con que contaba Estados Unidos (producto de las inversiones de largo plazo), los países aliados, a pesar de haber sido beneficiados por las políticas estadounidenses, consideraron que el país hegemón estaba utilizando su capacidad única de emitir dólares para apropiarse gratuitamente de activos en el resto del mundo. De este razonamiento, se desprende el conocido Dilema de Triffin explicado por Ocampo (2009) de la siguiente forma:

Durante los períodos de confianza, la fuerte demanda por dicha moneda [el dólar] hace que Estados Unidos pueda financiar déficits mayores a los sostenibles en el largo plazo. Estas oleadas de demanda de dólares tienden a

dar paso, por lo tanto, a otras de desconfianza en el dólar. Por otra parte, si Estados Unidos intenta reducir su déficit de forma unilateral, puede generar problemas de iliquidez internacional, es decir una “escasez de dólares”.

Este dilema es reconocido por muchos autores para explicar la caída del sistema de Bretton Woods (Ocampo, 2009; McKinnon, 1993; Eichengreen, 2008). No obstante, Kindleberger considera falaz el argumento debido a que Estados Unidos no financiaba déficits en su cuenta corriente (durante el período considerado, la misma siempre fue positiva) sino inversiones extranjeras de largo plazo que retornaban como inversiones de corto plazo en la forma de Bonos del Tesoro de Estados Unidos que tienen un rendimiento. En cierta medida, Estados Unidos funcionaba como un banco (tomaba crédito a corto plazo y prestaba a largo plazo, quedándose con el diferencial de tasas) y de esta forma proveía liquidez al mundo. En cambio, Serrano considera que Estados Unidos no funcionaba solamente como un banco sino como un banco central porque tenía la posibilidad de fijar discrecionalmente la tasa de interés internacional (Serrano, 2003).

Por su parte, los países periféricos que en el período de hegemonía inglesa habían crecido complementándose con la economía británica, encontraron en Estados Unidos un hegemon con un coeficiente de importaciones mucho más bajo y que era competitivo en alimentos y materias primas. Por esta razón, los países periféricos que tenían relación con Gran Bretaña quedaron insolventes y, ante la falta de divisas, la respuesta fue la autarquía y el proteccionismo. Comienza luego la industrialización por sustitución de importaciones como estrategia de crecimiento. La secuencia de crisis y dificultades financieras que marcan la abortada tentativa de restablecer el patrón Oro-libra esterlina en los años 20 acaba, a partir de la década del 30, por desmontar la integración financiera de la periferia con el centro por la mayoría de los países periféricos, ante el colapso del comercio internacional y del precio de los commodities; la situación deviene en una de escasez de divisas permanente y ya no cíclica (Medeiros y Serrano, 1999).

En América Latina no hubo un Plan Marshall ni un proyecto de construcción regional asistido o un acceso privilegiado a los mercados de Estados Unidos. El financiamiento externo de la región se basó entonces en la expansión de la inversión directa de las multinacionales estadounidenses y europeas en sectores centrados en el mercado interno que tuvieron como contrapartida una salida neta de divisas. El crecimiento de la capacidad de importar era así fuertemente dependiente de la performance exportadora

de cada país, que encima debía enfrentar el proteccionismo de los países centrales (Medeiros y Serrano, 1999).

A pesar de esto y a diferencia del Patrón oro, los países periféricos participaron enteramente en el sistema de Bretton Woods. Indica Eichengreen (2008) que

... muchos de ellos mantuvieron tipos de cambios fijos por largos períodos bajo el amparo de restricciones comerciales y controles de capital. [...] quedaban sujetos excepcionalmente a severos shocks del balance de pagos, a los que enfrentaban devaluando de forma más frecuente de lo que se hacía en el mundo industrializado.

En síntesis, en este período de hegemonía estadounidense, la AFI se constituyó mediante los acuerdos de Bretton Woods que establecían coordinación entre los países mediante tipos de cambio cuasi fijos, controles de los flujos de capital y la creación de dos instituciones como el FMI y el Banco Mundial que tenían como fin financiar los déficits de balance de pagos y la reconstrucción europea respectivamente. Pero también fue clave un organismo regional como la UEP cuando se comprendió que las instituciones de Bretton Woods no estaban a la altura de las circunstancias. En el caso de los países europeos, a los controles a la cuenta capital, se sumaron controles de cambios para la cuenta corriente a fin de evitar déficits en sus balances de pagos que, eventualmente, podían ser financiados por el FMI o la UEP. La provisión de liquidez internacional se llevó adelante a través de los dólares estadounidenses girados a través de la cuenta capital del país hegemón. De hecho, la clave para liberalizar de forma paulatina las cuentas corrientes europeas fueron los flujos de capital provenientes desde Estados Unidos a través, principalmente, del Plan Marshall.

La Globalización Financiera

Durante el período en que prevalecieron los acuerdos de Bretton Woods, Estados Unidos fue perdiendo competitividad frente a sus socios comerciales; en parte porque como país hegemón del Patrón dólar-Oro debía sostener un tipo de cambio fijo con el oro pero también porque algunos de los países a los que Estados Unidos había ayudado con sus políticas de desarrollo, habían alcanzado (o se habían acercado) a los niveles de productividad estadounidenses. Es por eso que, a inicios de la década del setenta, el presidente de Estados Unidos Richard Nixon estaba en una encrucijada: si devaluaba el dólar respecto al oro para recuperar competitividad, perdería el estatus de moneda de

reserva y el dólar dejaría de ser “tan bueno como el oro”. Esto último fue lo que le había sucedido a Gran Bretaña luego de la Primera Guerra Mundial e intentó revertir infructuosamente en 1925. Si en cambio Estados Unidos mantenía su tipo de cambio y el resto de los países se negaban a apreciar en conjunto sus monedas frente al dólar, podría llegar a perder su superávit de cuenta corriente, con lo cual perdería también el rol internacional del dólar, por acumulación de pasivos denominados en dólares (Serrano, 2003).

Algunos países europeos aliados a Estados Unidos deseaban el fin de la hegemonía del dólar y su reemplazo por una moneda internacional. La introducción de los Derechos Especiales de Giro (DEG) iba en este sentido pero fue vetada por Estados Unidos porque implicaría terminar con su rol hegemónico. Además, la generación de liquidez a la que los DEGs estaban destinados cuando se propusieron en 1964, resultaban anacrónicos en un contexto inflacionario cuando finalmente se desembolsaron en 1970. Por su parte, la Unión Soviética, enfrentada con la potencia americana, pretendía ir hacia un esquema en que el oro funcione como moneda internacional puesto que este país era el mayor productor mundial (Eichengreen, 2008; Serrano, 2003).

Hacia fines de la década de 1960, cuando finalmente se pudo restaurar la convertibilidad por cuenta corriente en Europa occidental, los controles de capital se volvieron más difíciles de aplicar. Además, el crecimiento de las multinacionales generó otro conducto para las transacciones de cuenta capital y se desarrolló el mercado de eurodólares con base en Londres, obteniendo fondos de los bancos estadounidenses cuyas tasas de depósito tenían un techo impuesto por la regulación (Eichengreen, 2008). Esto, en consonancia con el aumento de los déficits del balance de pagos estadounidenses (incluyendo el achicamiento de sus superávits por cuenta corriente) inició un proceso de especulación contra el dólar. Por todo esto, finalmente en 1971, Estados Unidos declaró unilateralmente la inconvertibilidad del dólar en oro y así terminó el esquema de tipos de cambio cuasi fijos que habían establecido los acuerdos de Bretton Woods. Hopenhayn y Vanoli (2001) describen de la siguiente forma el inicio de esta nueva etapa:

... a lo largo de los primeros años de la década del setenta se derrumban los muros de Bretton Woods y se pasa de un régimen basado en cambios fijos a otro basado en cambios flotantes. Esto y el crecimiento rápido de los movimientos

internacionales de capital poco o nada regulados, señala el comienzo de lo que podríamos llamar la globalización financiera contemporánea.

En la década del setenta, la liquidez internacional creció considerablemente como consecuencia del crecimiento de la economía estadounidense (que había comenzado a tener déficits en su cuenta corriente) y de la expansión de los eurodólares. A raíz de esto (y por las políticas de la OPEP), aumentaron los precios en dólares de las materias primas, especialmente el petróleo. Los excedentes de los países petroleros son canalizados por intermediarios financieros privados por decisión e impulso de Estados Unidos. Esta decisión norteamericana, de ampliar decisivamente el mercado internacional privado de capitales, hace desaparecer en los hechos el sistema financiero internacional previsto en los acuerdos de Bretton Woods, ya debilitado por la creciente importancia del mercado de eurodólares (Arceo, 2011).

En suma, la tasa de interés de Estados Unidos que fue mantenida baja para la devaluación del dólar; la especulación con los *commodities*; el empeoramiento de la conflictividad social; el desafío a la hegemonía estadounidense; y por último, las dos subas en los precios del petróleo llevaron a una explosión inflacionaria (Medeiros y Serrano, 1999).

Finalmente, en 1979, la Reserva Federal (a cargo de la política monetaria de Estados Unidos) subió la tasa de interés, lo que fue acompañado de medidas de desregulación financiera e innovaciones tecnológicas; todas ellas políticas conocidas como Plan Volcker. Esto generó un fuerte ingreso de capitales al país norteamericano. A consecuencia de las altas tasas, cayeron los precios de los *commodities* y la inflación internacional se frenó. También coincide con la explosión de los déficits fiscal y de balance de pagos de los Estados Unidos. Desde entonces, este país reasume el control del sistema financiero internacional en el que el dólar continúa siendo la moneda clave aunque libre de las dos restricciones que tenía en el período anterior: de aquí en adelante, puede variar unilateralmente la paridad del dólar en relación a las monedas de otros países y también puede tener déficits crónicos en su cuenta corriente porque el aumento de pasivos externos están denominados en dólares que ya no son convertibles a oro. Si el resto de los países del mundo quieren formar parte en la economía monetaria internacional, donde el dólar es el medio de pagos aceptado, tiene que aceptar acumular activos denominados en dólares (Serrano, 2003).

Por otro lado, a comienzos de la década del ochenta, la desregulación industrial en Estados Unidos junto con el dólar apreciado, estimularon y dieron comienzo a un proceso de deslocalización industrial mediante el cual las partes de la cadena productiva que eran más intensivas en trabajo de baja calificación fueron transferidas a plantas en algunos países en desarrollo. De forma similar, Alemania y Japón en los años setenta habían iniciado un proceso de reestructuración industrial para especializarse en la producción y exportación de manufacturas de mayor valor unitario. La reducción del crecimiento económico en esos dos países les permitió mantener el superávit comercial y financiar las salidas de capitales para áreas periféricas (Medeiros y Serrano, 1999).

Luego, logrados los objetivos de bajar la inflación y el precio en dólares de los *commodities*, con el Acuerdo de Plaza en 1985, empieza un período de desvalorización del dólar. Pero este no conduce a una suba de precios de los *commodities* por las altas tasas de interés en el resto de los países centrales (en coordinación con la hegemonía estadounidense) ni en los productos industriales, por la sustitución de la oferta desde China y el resto del sudeste asiático.

A principios de la década del ochenta, la expansión de la apertura comercial en Estados Unidos fue vista como un medio para disciplinar a los sindicatos industriales y revertir la reducción de las ganancias de finales de la década del sesenta y setenta. Sin embargo, las grandes empresas quedaban todavía sujetas a daños comerciales de las importaciones y tasas de cambio desalineadas. Esto explica el deseo de la administración Reagan de negociar límites voluntarios de las importaciones de autos japoneses en 1981 y presionar para una depreciación del dólar por medio del Acuerdo de Plaza en 1985 (Palley, 2011).

En cambio, a partir de la Ronda del GATT de Uruguay diez años más tarde, la apertura comercial tuvo como principal objetivo crear una zona de producción global para que las empresas estadounidenses puedan producir en algunos países periféricos y exportar dicha producción a Estados Unidos. Es por eso que, a partir de la década de 1990, tanto las grandes empresas como el gobierno estadounidense dejaron de preocuparse por los déficits comerciales y sustentaron la deslocalización de la producción: las grandes empresas lo hacían como una forma de aumentar sus ganancias mientras que para los gobiernos era un medio para controlar la inflación y contener una profundización en la caída del salario real estadounidense (Palley, 2011).

Primero con el Acuerdo de NAFTA y luego con posterioridad a la crisis asiática, Estados Unidos optó por un dólar apreciado que facilite las importaciones industriales. Mediante el denominado “Acuerdo de Plaza Inverso”, se decidió apreciar el dólar respecto al Marco alemán y el Yen japonés. Señala Arceo (2011) que esta vez fue con el apoyo del capital productivo:

El apoyo a la medida es, sin embargo, ahora, unánime lo cual indica la anuencia del capital productivo en preservar [...] el modo de acumulación en escala mundial apoyado en la libre movilidad del capital financiero y el desplazamiento de la producción industrial al exterior mediante la inversión directa y la constitución de cadenas internacionales de valor.

A partir de que Estados Unidos puede tener déficits crónicos en su cuenta corriente del balance de pagos y que la producción industrial se concentra en el sudeste asiático, se produce un fenómeno conocido como “Desbalances Globales”. Como la sumatoria de las cuentas corrientes de todos los países da por resultado cero, el déficit estadounidense debe ser compensado por los superávits de otros países que generan más de lo que consumen. De esta forma, unos países transfieren ahorro (entendido como superávit de cuenta corriente) a la economía más poderosa del mundo sin límites.

Otro de los aspectos relevantes de la Globalización Financiera es la financiarización de la economía. Hopenhayn y Vanoli (2001) explican que la globalización financiera se desarrolló sobre tres ejes: el aumento en el volumen de los excedentes financieros; cambios en las instituciones que canalizan o regulan dichos excedentes; y los cambios tecnológicos. En el mismo sentido, para Frenkel (2003) la globalización financiera tiene dos dimensiones: una parte está representada por el creciente volumen de transacciones financieras a través de las fronteras y la otra es la secuencia de reformas institucionales y legales que se fueron realizando para liberalizar y desregular los movimientos internacionales de capital y los sistemas financieros nacionales. Es decir, los avances cuantitativos y los cambios institucionales y legales se estimularon mutuamente.

El abandono del sistema de tipos de cambio fijos que regía desde los acuerdos de Bretton Woods traspasó el riesgo cambiario al sector privado y estimuló el desarrollo de los mercados de cambio y sus derivados. El incentivo para desregular los flujos internacionales de capital tuvo su origen en la necesidad del sector privado de cubrirse contra los costos que imponían tasas de cambio fluctuantes; previamente, el sector público absorbía el riesgo cambiario (Eatwell y Taylor, 2006).

A diferencia del período previo en el que prevalecieron los acuerdos de Bretton Woods y frente a la caída en la tasa de ganancia, a partir de la década del ochenta, la respuesta del neoliberalismo en los países centrales a dicha caída tuvo por objeto la reconstitución de la participación de los beneficios en el producto mediante el incremento de las desigualdades. De esta forma, se logró elevar la tasa de ganancia pero se desaceleró de forma significativa la inversión ya que, frente a la caída de la participación de los salarios en el producto y la deslocalización de la producción a la periferia, los riesgos de caer en un exceso de capacidad instalada resultaron elevados. Se amplió progresivamente la brecha entre la participación de los beneficios en el producto y la inversión (Arceo, 2011).

Para cerrar esta brecha, se generaron burbujas especulativas de forma estructural. Los abundantes capitales generados previamente en la “Edad de oro” del capitalismo (1945-1970) buscaron inversiones rentables en la actividad financiera, lo que fue facilitado por un conjunto de políticas que reflejan la hegemonía de las finanzas. La tendencia a que los beneficios excedan la inversión una vez deducido el consumo de los capitalistas, se traduce en la búsqueda por estos de inversiones rentables en el terreno financiero. Ello da lugar a una rápida expansión de la actividad financiera y, sea a nivel local o internacional, a un aumento recurrentemente en el precio de ciertos activos que sirven de base para el desarrollo de una creciente especulación hasta el estallido de la burbuja.

La hegemonía de las finanzas presenta varios aspectos a destacar. A nivel local, los bancos comienzan a financiar el consumo de los asalariados en detrimento del financiamiento a las empresas. Frente al estancamiento de los salarios, el crédito al consumo aparece como una forma de sostener la demanda agregada de la economía. En cambio, las empresas recurren a los mercados de capitales que, de esta forma, quedan bajo control del capital financiero; más específicamente, de inversores institucionales que anhelan la distribución de los beneficios por sobre su reinversión (Arceo, 2011).

Asimismo, en un contexto de liberalización de los movimientos de capitales característicos de este período, comienzan ciclos en los que los flujos de fondos especulativos tienen como destino los países periféricos. En América Latina, Argentina, Chile y Uruguay fueron pioneros en las reformas neoliberales en la década del setenta. La década siguiente estuvo marcada por la crisis de la deuda en la que el financiamiento externo estuvo racionado.

Estos países también fueron presionados desde los países centrales y por los organismos multilaterales de crédito para la apertura de la cuenta capital de sus Balances de Pagos. Excesos de liquidez internacional, una tasa de interés local alta en comparación a la internacional, expectativas de apreciación cambiaria, en conjunto con medidas de desregulación financiera condujeron al ingreso masivo de capitales (Wierzba, 2007; Frenkel, 2003; Hopenhayn y Merrighi, 1998).

La acumulación consecuyente de deudas en moneda extranjera y la salida de capitales al modificarse las expectativas terminan en una corrida contra las reservas del Banco Central que colapsan al régimen cambiario. Más allá de significativas diferencias, crisis similares ocurrieron (entre otras) en México (1994), el sudeste de Asia (1997), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001); todas ellas economías denominadas emergentes.

Otra características de las crisis mencionadas fue el contagio. Esto significa que ante una crisis en un país determinado, los países vinculados económicamente son percibidos automáticamente como más riesgosos por los capitales internacionales. Pero también lo son aquellos que presentan características similares; es decir, aquellos que no tienen una relación económica objetiva que hiciese pensar que se vería afectado por la crisis. Los capitales “vuelan hacia la calidad” de los activos financieros denominados en moneda dura y emitidos por los países centrales, típicamente los bonos de corto plazo del Tesoro estadounidense.

Algunas de las crisis en los países emergentes mencionados, como la rusa, también afectaron a países centrales como Estados Unidos o Alemania. Sin embargo, por ser estos países emisores de monedas de aceptación internacional, las consecuencias de las crisis quedan acotadas a que la autoridad monetaria tome su rol de prestamista de última instancia.

Sin embargo, la crisis “Subprime” iniciada en 2007 tuvo como epicentro a Estados Unidos y afectó a todo el mundo. Su inicio se explica en las características propias de la Globalización Financiera. Luego de la crisis de la burbuja tecnológica en el año 2000, la FED bajó la tasa de interés como política anticíclica. Esto generó un aumento del consumo y del precio de las viviendas y de otros activos financieros, resultando en un alto grado de apalancamiento. La ingeniería financiera utilizada era por demás desregulada y si bien atomizaba el riesgo particular bajo el modelo “originar para distribuir”, el riesgo sistémico resultaba muy alto (Vanoli y Magliano, 2009).

Pero también, los desbalances globales jugaron un papel preponderante. Estos descansan, en última instancia, en el consumo de los hogares estadounidenses (Palley, 2006). Ante salarios reales inmóviles, una creciente desigualdad y el desplazamiento de las industrias estadounidenses hacia el sudeste asiático, el sistema de crédito en Estados Unidos es el responsable de financiar dicho consumo. En otros términos, los desbalances globales y la brecha abierta entre beneficios e inversión dan cuenta de que el sistema funciona gracias a la generación de burbujas y es, en consecuencia, susceptible a que estallen.

De acuerdo a los objetivos teóricos presentados en el apartado 2.1, el cuadro que aparece a continuación resume las principales características que adoptó en los hechos el Sistema Monetario Internacional en los diversos períodos históricos considerados y las que hubieran resultado de la propuesta realizada por Keynes. El período de la Globalización Financiera iniciado en 1971 será tratado con mayor profundidad en los capítulos siguientes.

Cuadro 1: las funciones del sistema monetario internacional en la teoría de Keynes y en la historia

	Propuesta de Keynes	Patrón Oro-libra (1880-1914)	Período de Entreguerras (1914-1945)	Patrón oro-dólar (1945-1971)	Patrón dólar fiduciario (1971-)
Provisión de Liquidez internacional estable	BANCOR	Liquidez provista por Inglaterra a través de inversiones de largo plazo en libras esterlinas que volvían en la forma de inversiones líquidas de corto plazo. Inestabilidad dada por la tasa de interés británica.	La libra esterlina pierde aceptación pero el dólar aún no la reemplaza.	Provista por Estados Unidos a través de inversiones de largo plazo en dólares (sin déficit de cuenta corriente). Inestable: dilema de Triffin.	Provista por Estados Unidos a través de su déficit de balance de pagos (no solo por cuenta capital) y por la liquidez privada internacional. Más inestable que en el período previo a raíz de los movimientos de la tasa de interés de la FED y la alta volatilidad y volumen de los flujos de capitales privados especulativos.
Financiamiento y ajuste del balance de pagos	Financiamiento Automático mediante ICU. Carga del ajuste se reparte entre países acreedores y deudores.	Ajuste deflacionario para los países deficitarios. Financiamiento por parte del hegemon para economías periféricas complementarias	Ajuste deflacionario (década del 20') y devaluaciones competitivas (década del 30'). Se cierra el financiamiento para las economías complementarias a Inglaterra	Desajustes limitados por el control sobre los movimientos de capitales. Los países de Europa occidental establecen controles de cambios coordinados (para la cuenta corriente) para evitar el ajuste recesivo. Este último no es tolerado socialmente. Eventualmente, el financiamiento del balance de pagos es a través de FMI. El ajuste recae solo sobre los países deficitarios. Los países periféricos devaluaban en mayor medida que los centrales.	Financiamiento mediante el mercado internacional de capitales. FMI queda a cargo del ajuste de los países periféricos deficitarios y en crisis. Los países acreedores no deben ajustar su posición. Estados Unidos, por su posición hegemónica dentro del sistema monetario internacional, tampoco ajusta su posición deficitaria.

	Propuesta de Keynes	Patrón Oro-libra (1880-1914)	Período de Entreguerras (1914-1945)	Patrón oro-dólar (1945-1971)	Patrón dólar fiduciario (1971-)
Financiamiento del Desarrollo	Atenuaba la Restricción Externa europea	Financiamiento a los países periféricos complementarios productivamente a Gran Bretaña.	Ninguno	Plan Marshall e IED de EEUU en países aliados: "invitados al desarrollo" (lo que incluye prácticas comerciales benignas)	Deslocalización de la producción hacia el sudeste asiático y países "invitados al desarrollo".
Coordinación de políticas económicas	A través del ICU como institución supranacional. Control de capitales coordinado.	Bancos centrales seguían, en general, al Banco de Inglaterra	Descoordinación de políticas monetarias	Acuerdos de Bretton Woods: paridades cuasi fijas, control de capitales coordinado y reglas explícitas bajo supervisión del FMI.	A través del G5 y el G7, los países centrales alcanzaron acuerdos principalmente cambiarios (como Plaza). A partir de la crisis Subprime, el G20 intenta resolver (sin éxito) algunos de los problemas de la Arquitectura Financiera Internacional.

3- Las deficiencias del Sistema Monetario Internacional desde las perspectivas de un país periférico en la Globalización Financiera

Setenta años después de los Acuerdos de Bretton Woods y tras múltiples modificaciones en el ordenamiento global desde entonces, los principales problemas del Sistema Monetario Internacional quedarían resueltos (al menos parcialmente) bajo el plan de Keynes: una institución que financie y acote los desequilibrios entre los Balances de Pagos, una moneda fiduciaria internacional que no sea la emitida por un país y controles a la cuenta capital podrían resolver las principales falencias que se encuentran en el funcionamiento actual del SMI.

No obstante, existe un fuerte contraste entre la realidad del SMI y los objetivos teóricos considerados en la sección 2.1. Como se describió en el apartado anterior, el momento clave para comprender los grandes cambios en el Sistema Monetario Internacional es cuando el presidente estadounidense Nixon cerró la conversión del dólar en oro a una paridad fija en 1971. De esta forma, terminó con un mundo de tipos de cambio fijos al tiempo que se liberalizaron progresivamente los movimientos a través de la cuenta capital del balance de pagos. Este cambio implicó la transición de un Patrón Oro-dólar a un Patrón dólar Flexible en el cual, a pesar de que el dólar ya no es convertible en oro a una tasa fija, sigue siendo la moneda más representativa a nivel internacional; es decir, la moneda clave.

Ahora bien, ¿qué tan lejos o cerca se encuentra la actual configuración del SMI en comparación a los objetivos que en la sección 2.1 de este trabajo fueran descritos como deseables? La pregunta apunta a si el SMI cumple (total o parcialmente) con alguno de los objetivos teóricos planteados, o qué tan lejos se encuentra de ellos. Recordemos: provisión de liquidez internacional estable; balances de pagos que tiendan al equilibrio y con financiamiento; financiamiento del desarrollo; y coordinación entre países de las políticas económicas y regulatorias.

3.1 El problema de la liquidez

La generación de liquidez internacional y las políticas económicas del país hegemón

La moneda que funciona internacionalmente como medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor se denomina moneda clave. Su circulación provee liquidez a la economía global para llevar a cabo cualquier transacción (comercial o financiera) entre países. Por el contrario, una moneda es inconvertible cuando no posee aceptación internacional o no desempeña en ese plano las funciones típicas de la moneda: medio de pago, unidad de cuenta y reserva de valor. El grado de (in)convertibilidad genera una jerarquía de monedas cuyo ordenamiento se realiza conforme a su riesgo crediticio y preferencia por la liquidez en relación a la moneda clave que está en el centro del sistema (Carneiro, 2006).

Cualquier activo, incluyendo el dinero, tiene atributos específicos que determinan su propia tasa de retorno esperada (“r”):

$$r = a + q - c + l$$

donde “a” es la apreciación esperada del activo, “q” es el rendimiento esperado, “c” es el costo de acarreo (regulación de los movimientos de capital) y “l” la preferencia por la liquidez en un sentido keynesiano. La moneda clave tiene el nivel de liquidez (“l”) más alto, seguido del resto de los países centrales, mientras que las emitidas por los países periféricos tienen la liquidez más baja. También “a” es más volátil en estos últimos países en virtud de la inestabilidad cambiaria.

Por lo tanto, para compensar, los países periféricos deben ofrecer una “q” más alta (la tasa de política monetaria), una “a” más alta (apreciación cambiaria) y/o reducir “c” (liberando los controles sobre la cuenta capital) (Fritz, Prates y de Paula, 2014). Es decir, los países periféricos pierden grados de libertad de política como consecuencia de que en la jerarquía de monedas, su “l” es menor a la de los países centrales y menor aun con respecto al país que se encuentre en el centro del sistema monetario.

La moneda clave es emitida por el país hegemón y, al tiempo que genera liquidez internacionalmente, le otorga a dicho país la posibilidad de definir unilateralmente la tasa de interés de referencia para todo el SMI. En el contexto particular de la globalización financiera, el hegemón está representado por los Estados Unidos y la

moneda clave es el dólar. Para las transacciones internacionales, la denominación de los contratos en la esfera comercial y financiera, y el atesoramiento de reservas por parte de los bancos centrales se utiliza la moneda clave o, en su defecto, una moneda emitida por otro país central y convertible a la moneda clave.

Históricamente, durante el período presentado en la sección 2.2 como Patrón libra esterlina - Oro, Gran Bretaña era el país hegemón emisor de la moneda clave: la libra esterlina. Para la provisión de liquidez internacional, se requería que el país hegemón tenga déficits en su cuenta capital del balance de pagos. Es decir, el sistema necesitaba divisas que Gran Bretaña proveía mediante sus inversiones en el resto del mundo. Como se mencionara en la sección mencionada, el oro quedaba depositado en el país hegemón.

En consecuencia, el sistema generaba ciclos económicos mediados por la tasa de interés fijada por el Banco de Inglaterra. En la fase de auge, tanto el déficit comercial como las inversiones extranjeras directas inglesas aumentaban. Pero el Banco de Inglaterra debía recurrir frecuentemente a la tasa de interés para defender sus reservas de oro, revirtiendo el ciclo, tanto por el ingreso de capitales como por el achicamiento de su déficit comercial.

A su turno, este último disminuía tanto por la menor demanda de importaciones como por el aumento de los términos de intercambio en favor del país europeo. Sobre el asunto, Triffin (1964) indica que el ajuste al alza de la tasa de descuento del mercado londinense afectaba la facilidad con que los inventarios de alimentos y materias primas podían ser financiados, forzando su liquidación y la consecuente disminución del precio de las importaciones británicas. Esto significa un deterioro de los términos de intercambio para los países de América Latina que comerciaban activamente con el hegemón.

Por consiguiente, la provisión de liquidez internacional era inestable: en la fase ascendente del ciclo, los países periféricos gozaban de una demanda fuerte de sus exportaciones, términos de intercambio favorables, tasas de interés bajas y amplios ingresos de capital. Inversamente, en la fase descendente del ciclo, sufrían un shock negativo en su demanda de exportaciones, empeoramiento de los términos de intercambio, aumento de la tasa de interés y salida de capitales atraídos por el alza de la tasa de interés inglesa y el mayor riesgo cambiario (Medeiros y Serrano, 1999).

Más tarde, en el período en que prevalecieron los Acuerdos de Bretton Woods, el proveedor de liquidez internacional era Estados Unidos a través del dólar. Este país también fijaba la tasa de interés del sistema internacional como lo había hecho Inglaterra en el período previo, pero en un mundo con control a los flujos de capital. Los déficits en la cuenta capital del balance de pagos de Estados Unidos proveyeron liquidez a una Europa escasa de dólares hacia el final de la Segunda Guerra Mundial. En tal sentido, fue esencial el posicionamiento geopolítico estadounidense para ayudar a reconstruir y desarrollar las economías europeas, de lo que el Plan Marshall es el mejor ejemplo.

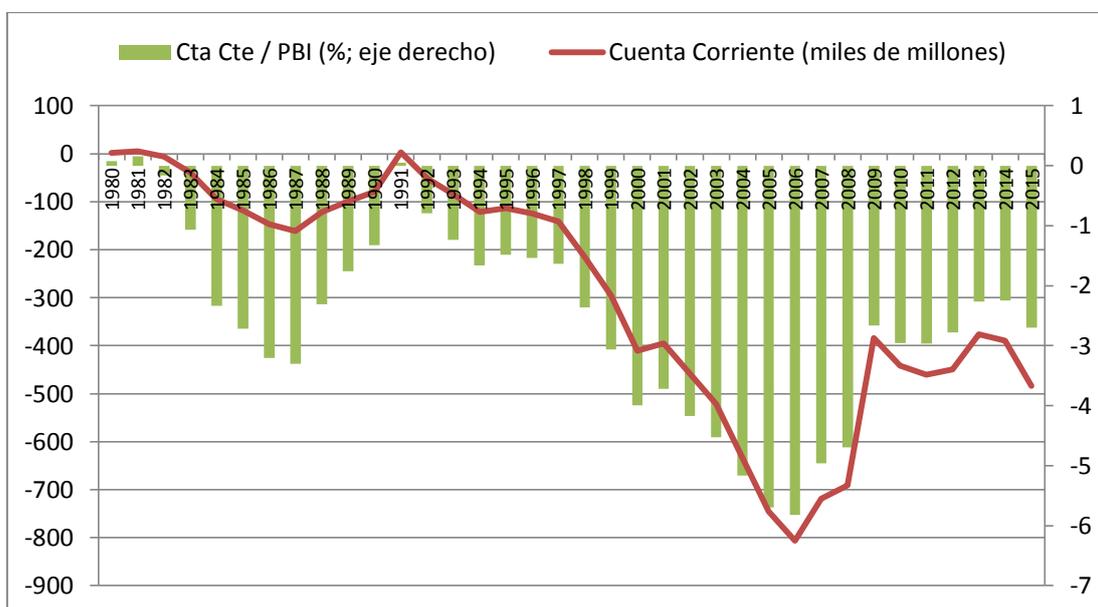
Para este período, las dificultades generadas por la provisión de liquidez internacional a través de una moneda local (el dólar) quedaron reflejadas en lo que se conoce como el Dilema de Triffin (1979), quien explica que las oleadas de confianza y desconfianza en la convertibilidad y estabilidad del dólar ponen al país central en una posición precaria. En una primera instancia de popularidad, este país puede financiar déficits grandes y persistentes, pero esto cambia cuando el resto de los países que atesoraba dólares, comienza a deshacerse de ellos. Por otro lado, si el país hegemón restaura el equilibrio en sus cuentas externas, dejaría de proveer liquidez al mundo. Por lo tanto, de acuerdo a Triffin, de cualquiera de las dos formas, la utilización de una moneda nacional como internacional introduce un factor errático e impredecible sobre el ritmo de crecimiento y contracción del fondo de reservas internacionales.

En los hechos, acumular reservas en dólares resultaba atractivo mientras no hubiera duda sobre su convertibilidad en oro. Sin embargo, cuando los balances externos de dólares quedaron grandes en relación a las reservas de oro de los Estados Unidos, la credibilidad del compromiso quedaba en duda. Hacia comienzos de la década del sesenta, el precio de mercado del dólar comenzó a disminuir y los bancos centrales se vieron incentivados a demandar oro en lugar de dólares. Fue entonces que se creó el *pool* de oro, mediante el cual los países industriales (distintos de los Estados Unidos) se comprometieron a no convertir sus dólares y a vender el oro de sus reservas, en un esfuerzo por aliviar la presión sobre Estados Unidos. Tras el retiro de Francia del *pool* y la devaluación de la libra, quedó en evidencia que sostener al dólar de esa forma era muy costoso para los bancos centrales dispuestos a cooperar (Eichengreen, 2008).

Tras la caída de la paridad entre el dólar y el oro, y la liberalización de los flujos de capital y de las paridades cambiarias, el nuevo sistema denominado Patrón dólar

flexible o fiduciario profundizó lo errático e impredecible de la liquidez internacional en manos del dólar. Los déficits externos estadounidenses ya no quedaron acotados a la cuenta capital sino que se extendieron a la cuenta corriente. Bajo ese concepto, el país americano sostiene déficits casi ininterrumpidos desde 1980. Sin embargo, bajo el nuevo esquema en el que el oro quedó desmonetizado, no hay posibilidades de que los bancos centrales del resto del mundo demanden oro en lugar de la moneda norteamericana a una tasa fija: el dólar es ahora “tan bueno como el dólar” (Serrano, 2003).

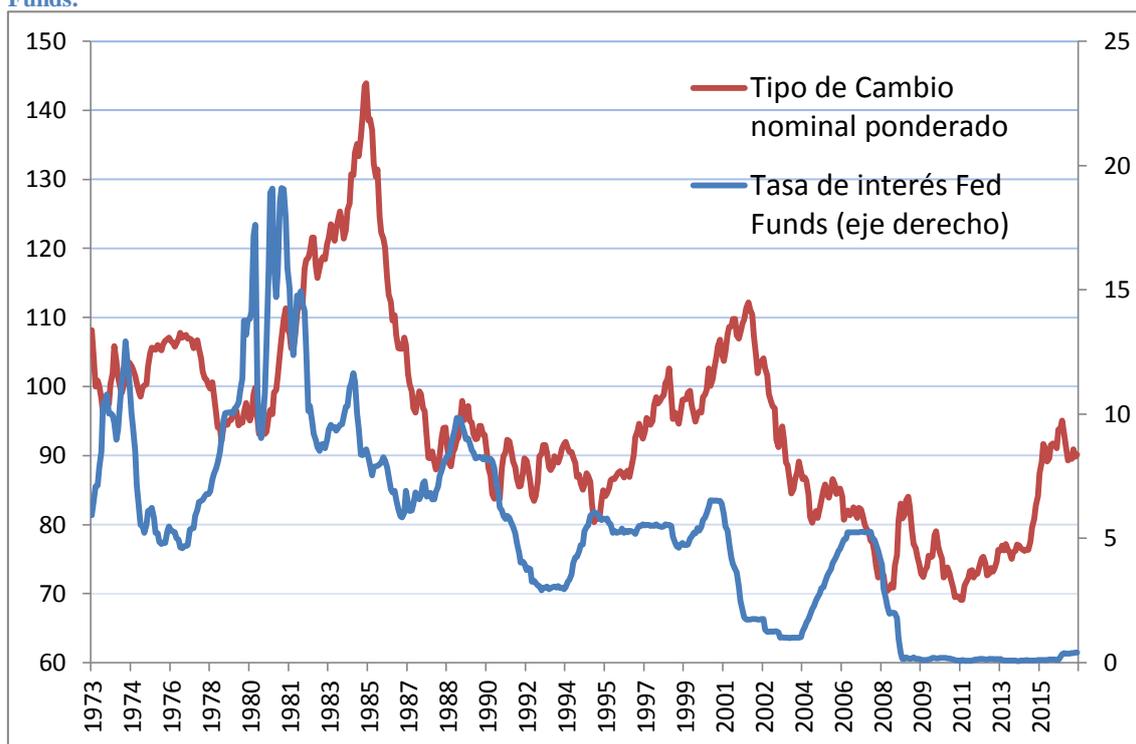
Gráfico 1. Estados Unidos: déficit de cuenta corriente 1980-2015. Miles de millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base al WEO del FMI

Desde entonces, la expansión y contracción del déficit de balance de pagos estadounidense, asociadas a su tipo de cambio y a la tasa de interés fijada por la Reserva Federal, ha significado una expansión y desaceleración de la actividad económica a nivel internacional, respectivamente. El funcionamiento del ciclo monetario internacional es el siguiente: cuando la economía estadounidense entra en un período recesivo o de bajo crecimiento, sus autoridades monetarias deciden aplicar medidas anticíclicas de expansión del crédito, para lo cual reducen las tasas de interés (Prebisch, 1949; Hopenhayn y Merrighi, 1998). Esto impulsa a los capitales del mercado norteamericano y otros centros a salir a buscar mercados con mayor nivel de rentabilidad, aceptando riesgos mayores.

Gráfico 2. Estados Unidos: tipo de cambio nominal ponderado por socios comerciales y tasa de interés Fed Funds.



Fuente: elaboración propia en base al WEO del FMI

Como se analizará más adelante, se trataría de ciclos similares a los que describió Minsky (1993) en su hipótesis de la “inestabilidad financiera” para una economía doméstica; al respecto, las unidades financieras “cubiertas”, “especulativas” o “Ponzi” pueden ser traducidas a los movimientos internacionales de capitales hacia y desde los países periféricos. Los flujos de capitales hacia dichos países generaron situaciones de fragilidad financiera, convirtiendo un perfil cubierto en especulativo y eventualmente en Ponzi. El ciclo se revierte cuando el aumento de las tasas de interés en Estados Unidos motiva la salida masiva de capitales en el llamado “vuelo a la calidad” (*flight to quality*), la caída en los términos de intercambio y convierte un perfil especulativo en Ponzi (Kregel, 2006).

Señala Frenkel (2003) que los ciclos que conducen a las crisis comienzan cuando la abundancia de financiamiento internacional a bajo precio fomenta programas locales para la liberalización que la complementan. El ingreso de capitales tiende a apreciar el tipo de cambio, fomenta la demanda interna e incrementa el precio de los activos domésticos. El aumento constante del déficit en cuenta corriente incrementa la prima de riesgo (cambiario y país) por lo que los ingresos de capital que hasta el momento financiaban dicho déficit pierden confianza en la sostenibilidad del modelo. Aunque con

diversas particularidades, las crisis en la periferia han tenido una caracterización similar a la señalada por este autor.

En América Latina, el primer ciclo de la globalización financiera comenzó con los “experimentos de liberalización del Cono Sur” en Argentina y Chile. Se trató de procesos de apertura y desregulación financiera y comercial en un contexto de oferta abundante de fondos externos y tipos de cambio fijos y apreciados. Los fondos provenían de la liberalización internacional de los flujos de capital y de la acumulación de activos por parte de los países productores y exportadores de petróleo que los bancos estadounidenses pudieron reciclar. Este primer ciclo termina cuando la política monetaria estadounidense se vuelve fuertemente contractiva en el conocido como Plan Volcker (en referencia al Director de la Reserva Federal durante la presidencia de Ronald Reagan) y las crisis financieras detonan en 1981 y 1982. Comienza entonces la “década perdida” latinoamericana marcada por la crisis de la deuda. Durante ese período, la región operó con un financiamiento externo racionado y bajo negociaciones con los acreedores y organismos multilaterales que impusieron transferencias netas al exterior de magnitudes significativas (Frenkel, 2003; Bértola y Ocampo, 2012).

Posteriormente, para responder a un período recesivo, la autoridad monetaria de Estados Unidos decidió aplicar medidas anticíclicas que se tradujeron en una caída de la tasa de descuento de siete puntos porcentuales entre 1989 y 1992. De esa forma se inauguró un nuevo período de afluencia de capitales que estaría acompañada del Plan Brady para la titularización de la deuda pública. Este ciclo tendría su freno en 1994 cuando Estados Unidos vuelve a subir las tasas de interés y detona la crisis mexicana. El rescate internacional a este país auspició un nuevo auge que duraría hasta la crisis asiática en 1997, a la que le seguirían las crisis rusa, brasileña y argentina, entre otras.

El posterior estallido de la burbuja de las empresas tecnológicas, denominada crisis “punto com”, iniciaría un nuevo ciclo a la baja de las tasas de interés que se frenaría cuando las presiones inflacionarias lleven a la FED a incrementar una vez más la tasa de interés en 2005. En esta oportunidad, la consecuencia no sería una nueva crisis en un país periférico sino que estallaría en el propio centro del sistema cuando la burbuja de activos financieros inmobiliarios haga implosión en 2007 en la crisis conocida como Subprime. En esta ocasión, a pesar de que la crisis se produjo en el mismo centro del sistema financiero internacional, el “vuelo a la calidad” de los capitales internacionales se produjo en el mismo sentido (desde la periferia al centro).

En suma, la liquidez internacional, para cada uno de los períodos considerados, se generó principalmente a través de la moneda que emite el país hegemón (moneda clave) y de activos financieros denominados en dicha moneda. En el período de la Globalización Financiera que rige actualmente, el dólar tiene la particularidad de que no es convertible en oro a una paridad fija por lo que las decisiones de la autoridad monetaria de Estados Unidos para subir o bajar la tasa de interés son aún más discrecionales que en períodos anteriores. Dichas decisiones repercuten en todo el mundo, especialmente en los países periféricos, de forma cíclica y sin que estos últimos puedan tener alguna injerencia o sean tenidos en cuenta a la hora de tomar dichas decisiones.

El incremento de la liquidez privada global

En la década del sesenta, cuando empezó a regir la convertibilidad por cuenta corriente de las economías europeas y, en consecuencia, el sistema de Bretton Woods comenzó a funcionar bajo sus estatutos plenamente, los controles a los flujos de capital se volvieron más difíciles de aplicar. El crecimiento de las empresas multinacionales, así como el desarrollo del mercado de “eurodólares” en Londres aumentaron las transacciones por la cuenta capital y financiera, y limitaron el poder de los Estados Unidos sobre el sistema financiero. En consecuencia, la generación de liquidez internacional no solo quedó en manos de los Estados Unidos, sino también de los mercados financieros que ampliaban o retrotraían la oferta de dólares, como una forma de generación secundaria de dinero. Este proceso se profundizaría aún más en la década siguiente cuando, por un lado, se rompiera la paridad entre el dólar y el oro y, por el otro, se liberen los flujos de capital a través de las fronteras.

Eatwell y Taylor (2006) señalan que las tasas de cambio fijas solo ofrecían limitados beneficios para el arbitraje. En cambio, el sistema de tipos de cambio flotantes que reemplazó al anterior estimuló los flujos de capital sedientos de ganancias especulativas. La globalización financiera se sostiene en tres fenómenos que se integran: el aumento exponencial en escala y velocidad de los flujos líquidos financieros; la transformación de las instituciones, tanto las reguladoras como los mercados e intermediarios, junto con la generación de nuevos productos; y los cambios tecnológicos que facilitaron progresivamente la realización de operaciones financieras a nivel global (Hopenhayn y Vanoli, 2001).

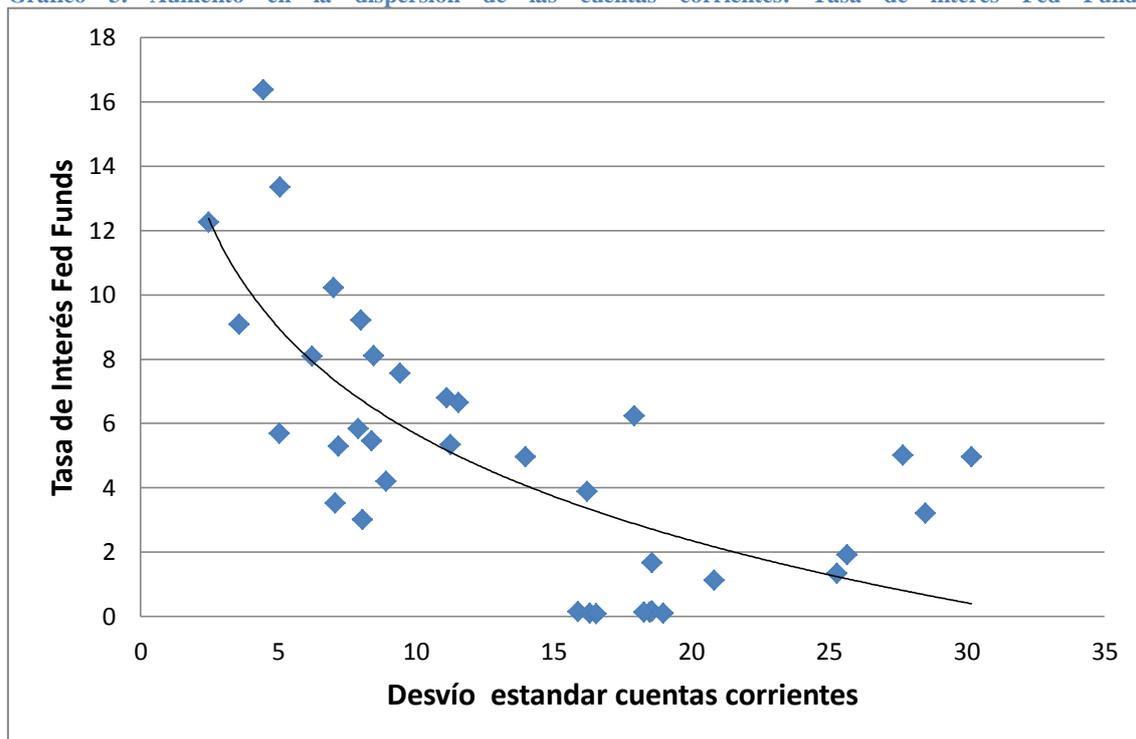
En la década del noventa, se desarrolló en Estados Unidos lo que se denominó el “Keynesianismo del mercado de valores”, consistente en responder a cualquier deterioro de los precios de los activos financieros con una baja de la tasa de interés por parte de la Reserva Federal. Con posterioridad a la crisis Subprime de 2007, se agregaron programas de compra masiva de activos financieros “tóxicos” por parte de la autoridad monetaria estadounidense. De esta manera, la Reserva Federal fomenta el aumento del precio de los activos financieros para sostener la demanda agregada. Este proceso es significativamente distinto a las políticas expansivas keynesianas para sostener la producción y el empleo. Se atribuye a Keynes la frase “Se puede llevar un caballo al agua, pero no obligarlo a beber”, lo que significa que el aumento del precio de los activos no es suficiente para estimular la demanda agregada.

En este marco, UNCTAD (2015) entiende que esta oleada de liquidez global privada tiene consecuencias: en primer término, la liquidez internacional privada es procíclica e inestable, toda vez que los flujos están sujetos a ciclos financieros globales conducidos por factores *push*¹, como la búsqueda de mayor rentabilidad por parte de los inversores globales, su capacidad de apalancamiento y las decisiones de política monetaria de los países centrales. Dicha prociclicidad tiene como consecuencia que, ante un problema en las condiciones globales (como por ejemplo, una crisis financiera) o la reversión del ciclo monetario en el país hegemón, la provisión privada de liquidez se hunda.

En segundo término, los países con déficit en su cuenta corriente del balance de pagos pueden evitar ajustar, siempre que cuenten con ingresos financieros y hasta que dichos ingresos se desaceleren o reviertan. A su ingreso, los flujos financieros aprecian el tipo de cambio, empeorando el déficit y acelerando los tiempos hasta su reversión. De esta manera, un pequeño desbalance inicial termina tornándose en uno mucho mayor y el ajuste resultante a fin de cuentas es mucho más grande. Este tema se analizará con mayor amplitud en el siguiente apartado. En el gráfico 3, se observa que cuando la tasa de interés de la Reserva Federal es menor, es decir, cuando existe mayor disponibilidad de fondos a nivel global, aumentan los desequilibrios por cuenta corriente (aumenta el desvío estándar de los resultados globales).

¹ Más adelante, se analizan algunos de los distintos factores *push* (empuje) y *pull* (atracción)

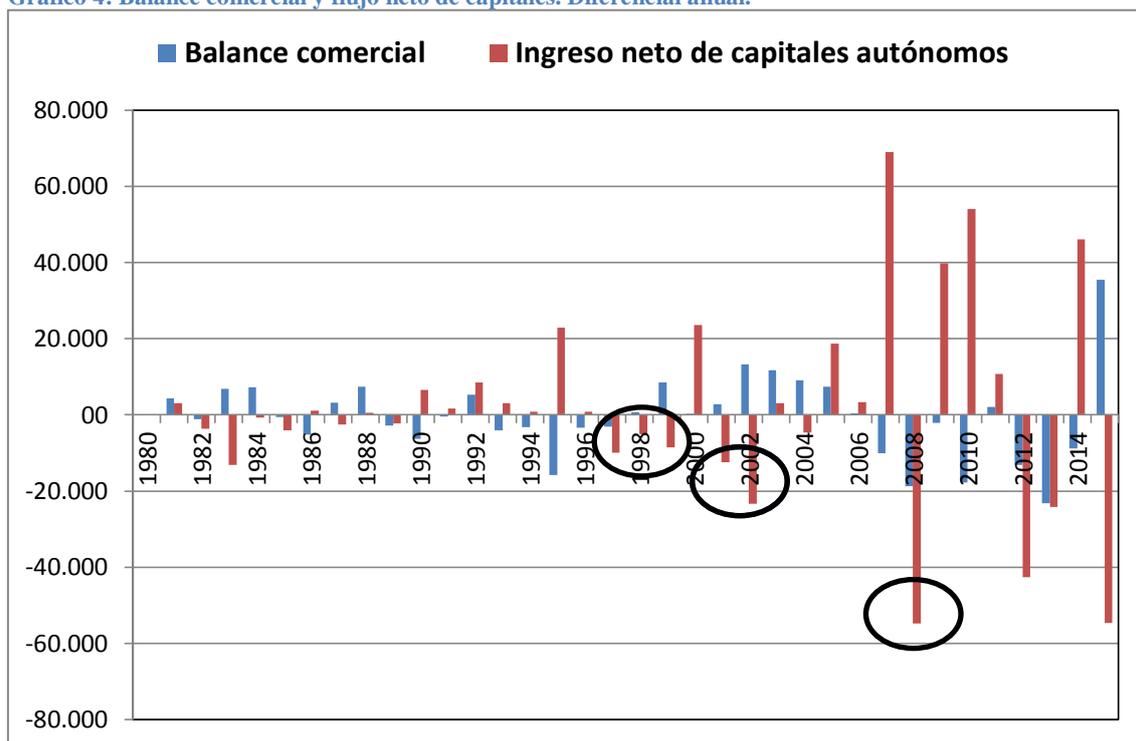
Gráfico 3. Aumento en la dispersión de las cuentas corrientes. Tasa de interés Fed Funds



Fuente: elaboración propia en base al WEO del FMI y Reserva Federal

En tercer término, los flujos de capital tienden a ser más relevantes que las cantidades y precios de exportación e importación a la hora de explicar las crisis del balance de pagos. Por ejemplo, para el caso de Brasil observable en el gráfico a continuación, la diferenciación interanual de la cuenta financiera es mucho más volátil que aquella derivada del balance comercial. Diversas crisis, como la originada en el propio Brasil en 1998, la argentina en 2001 o la Subprime a fines de 2007 resultaron en una caída de la cuenta financiera del balance de pagos. En cambio, la influencia de la balanza comercial es más acotada en cuanto al saldo de divisas.

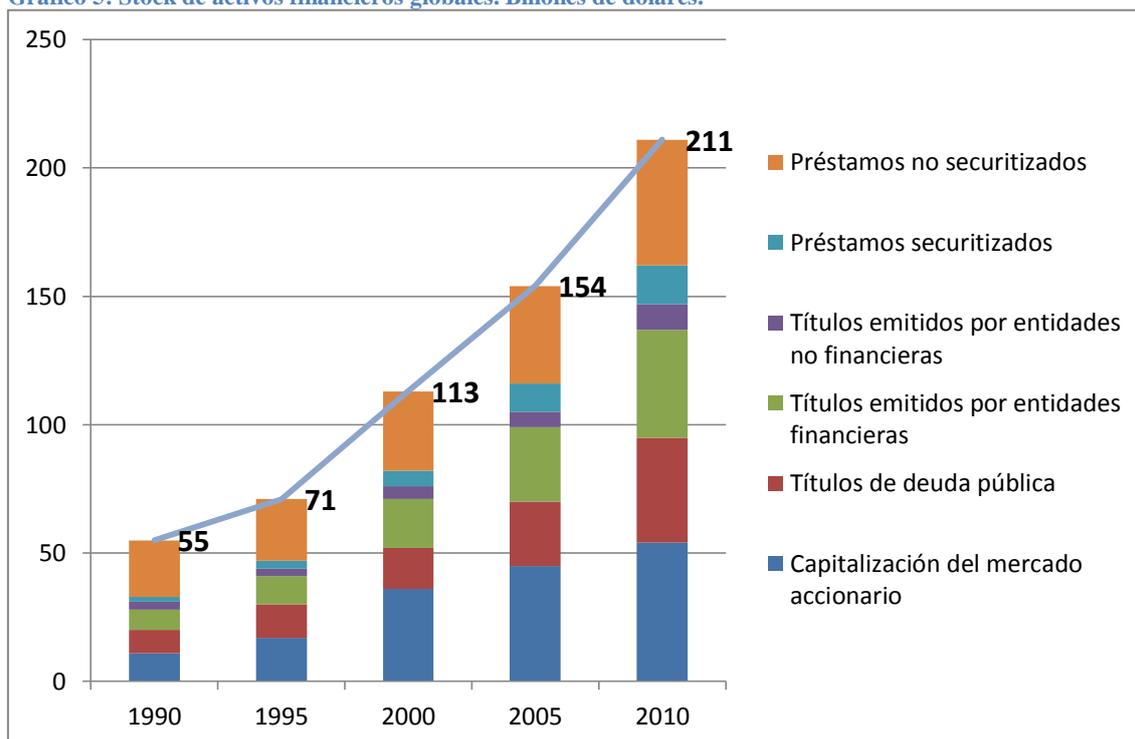
Gráfico 4: Balance comercial y flujo neto de capitales. Diferencial anual.



Fuente: elaboración propia en base Cepal

En la primera década del siglo XXI, la cantidad de activos financieros en todo el mundo alcanzó niveles nunca antes vistos. Como se analizará en el siguiente capítulo, la secuencia de crisis financieras en los países emergentes, todas ellas vinculadas a repentinos cambios en la dirección de los flujos privados de capital, obligó en muchos casos a la acumulación de reservas en moneda dura como auto aseguro.

Gráfico 5: Stock de activos financieros globales. Billones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a McKinsey Global Institute

En general, ante una crisis, el sector que no se retira del mercado ni toma medidas conservadoras es el sector público. A nivel internacional, los flujos financieros son principalmente privados (la participación de los organismos multilaterales es menor), por lo que cualquier país queda expuesto a los cambios abruptos en su sentido. Es por eso que las teorías tradicionales de las crisis se vieron en la obligación de incorporar el comportamiento de la liquidez privada como un factor que en sí mismo puede provocar una crisis. Aun cuando una devaluación no fuera inevitable, un ataque especulativo lo suficientemente grande podría obligar a que un gobierno devalúe. En otras palabras, se trataría de una crisis auto producida².

Los mercados financieros distan de ser eficientes o lectores objetivos de los *fundamentals* macroeconómicos. Los comportamientos “en manada” suceden porque un agente cualquiera sigue al resto de los agentes solo porque piensa que tienen mejor información. Si un fondo de inversión vende su posición en un país, el resto de los fondos puede creer que el que vendió tenía una información privilegiada, por lo que harán lo mismo. Este efecto es aún mayor si el agente que se posiciona a la venta es un jugador con poder de mercado y/o si el mercado es chico.

² Fenómeno conocido como “profecía autocumplida”.

Se puede considerar también la situación de un administrador de un fondo de inversión o fondo de pensión que decidiera invertir en un país periférico. El riesgo comercial frente a la competencia de que una crisis en una economía que no conoce pulverice su cartera es demasiado grande. Por lo tanto, ante el primer rumor, prefiere actuar como el resto de los administradores, con quienes, a fin de cuentas, compite por la rentabilidad del fondo. En esa aversión al riesgo, cuando un fondo sale, el resto lo sigue “por las dudas”. Es preferible ser averso al riesgo y tener un resultado similar a la competencia, que tomar riesgos y quedar expuesto ante una crisis.

También el “contagio” explica un comportamiento poco objetivo de los mercados. Cuando se produce una crisis en un país, otros países con características similares o dentro de la misma región, también deben enfrentar una salida de capitales internacionales, a pesar de que no tengan vínculo comercial alguno con el país en crisis. Los inversores globales asocian las regiones sin tener en cuenta las especificidades de cada país (Krugman, 1996).

Una mención aparte merecen las tres principales agencias calificadoras de riesgo que funcionan de forma oligopólica: Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch. En particular, cuando miden el riesgo soberano, tanto las calificaciones como los informes de perspectiva que publican las calificadoras son pro-cíclicos. Bajas en las calificaciones de determinados países desatan generalizados procesos de venta por parte de los inversores (por lo general institucionales), que por sus reglamentos de gestión de cartera no pueden poseer activos con *ratings* por debajo de cierto umbral. Este proceso se retroalimenta: un mayor costo financiero agrava la situación y puede derivar en una calificación aún más baja (Malic y Mareso, 2015).

En muchas ocasiones, las calificadoras reaccionan a los hechos, en vez de anticiparlos. Además de la crisis Subprime, en la crisis del sudeste asiático, por ejemplo, las calificadoras fallaron en predecir la irrupción de la misma. Pero una vez desatada la crisis, degradaron las calificaciones por lo que terminaron profundizando la crisis que no habían podido predecir. En otras palabras, su prociclicidad es doble: cuando se forma la burbuja, no hacen las advertencias oportunas; pero una vez que estalla, profundizan la caída (Malic y Mareso, 2015).

En suma, la liquidez internacional no solo depende de las decisiones que tome la autoridad monetaria estadounidense de acuerdo a sus objetivos económicos domésticos, como fuera expresado previamente, sino también del comportamiento de los agentes

que participan de los mercados de capitales internacionales. Estos últimos se caracterizan por administrar volúmenes de recursos grandes en relación al tamaño de los mercados de las economías periféricas, tener comportamientos no racionales y procíclicos. Los actores financieros globales, como fondos comunes de inversión, de pensión, bancos de inversión, calificadoras de riesgo, entre otros, hacen valer su peso sobre las decisiones políticas tomadas en dichas economías.

Los factores *push* y *pull*

El impulso a los flujos de capitales internacionales presenta causas internas y externas, conocidas también como factores *push* (externos o impulso) y *pull* (internas o atracción). Los primeros explican los procesos que en los países centrales impulsan el flujo de capitales hacia la periferia o su retracción a la economía de origen. Incluyen los cambios en la política monetaria en el país hegemónico o movimientos en los tipos de cambio de los países centrales. También la trasmisión por contagio mediante la cual una crisis se transmite entre países por sus vinculaciones comerciales y financieras, o tan solo por tener características comunes. Una tercera posibilidad es el comportamiento en manada de los administradores de fondos de inversión internacionales (Hopenhayn y Vanoli, 2001). Todas las opciones consideradas de factores *push* no son otra cosa que las características del sistema monetario internacional referidas con anterioridad en las dos secciones anteriores sobre la generación de la liquidez internacional.

Por otro lado, están los factores domésticos de atracción o *pull*, como la desregulación financiera y apertura de la cuenta capital y, más en general, el conjunto de políticas económicas domésticas: desde una tasa de interés que aliente las inversiones de cartera, la privatización de empresas públicas, tipos de cambio rígidos o tendientes a la apreciación, incentivos legales, como por ejemplo los contratos de endeudamiento con jurisdicción extranjera o los Tratados Bilaterales de Inversión. También los acuerdos para pagos de deuda como el Plan Brady o el más reciente acuerdo de Argentina con los Fondos Buitre. Las particularidades del endeudamiento externo (montos, moneda en que está denominado el contrato, jurisdicción judicial para litigar, plazo de pago y condiciones) a las que un gobierno accede también son parte de los factores domésticos.

En otro punto, merece mencionarse factores *pull* de atracción de Inversión Extranjera Directa (IED). Tomando el “paradigma ecléctico” de Dunning (1994), las IED pueden orientarse, de forma no excluyente, a los siguientes objetivos: la búsqueda de recursos

como materias primas o mano de obra; apuntar al mercado interno cuando las tarifas y/o los costos de transporte impiden el comercio internacional; también buscar activos estratégicos que van desde capacidades en investigación y desarrollo a una mejora en los canales de distribución; por último, la búsqueda de eficiencia es la forma en la que las multinacionales empezaron a desarrollar las cadenas globales de valor más recientemente.

Los factores *pull* y *push* no son independientes. Su distinción tiene solo un objeto metodológico ya que son parte de un mismo sistema monetario y financiero. Por ejemplo, los organismos multilaterales de crédito (controlados por los países centrales) cuya matriz ideológica está enmarcada en favor de la globalización financiera presionan a los países periféricos para que habiliten la libre movilidad de capitales y desregulen su sistema financiero (Wierzba, 2007). Alguna literatura discute si los factores determinantes de los flujos financieros son los *pull* o los *push*. Hopenhayn y Merighi (1998) o Bruno y Shin (2013) obtienen resultados en favor de estos últimos, principalmente de la tasa de interés de los Estados Unidos o del nivel de apalancamiento de los bancos globales. En consonancia, Frenkel (2003) también señala que primero se produce la abundancia de financiamiento internacional y luego se buscan mecanismos que habiliten su ingreso a los países periféricos. En otras palabras, los factores *push* y *pull* no son independientes entre sí ya que los primeros inducirían a los segundos.

3.2 Los ajustes en el balance de pagos y su financiamiento

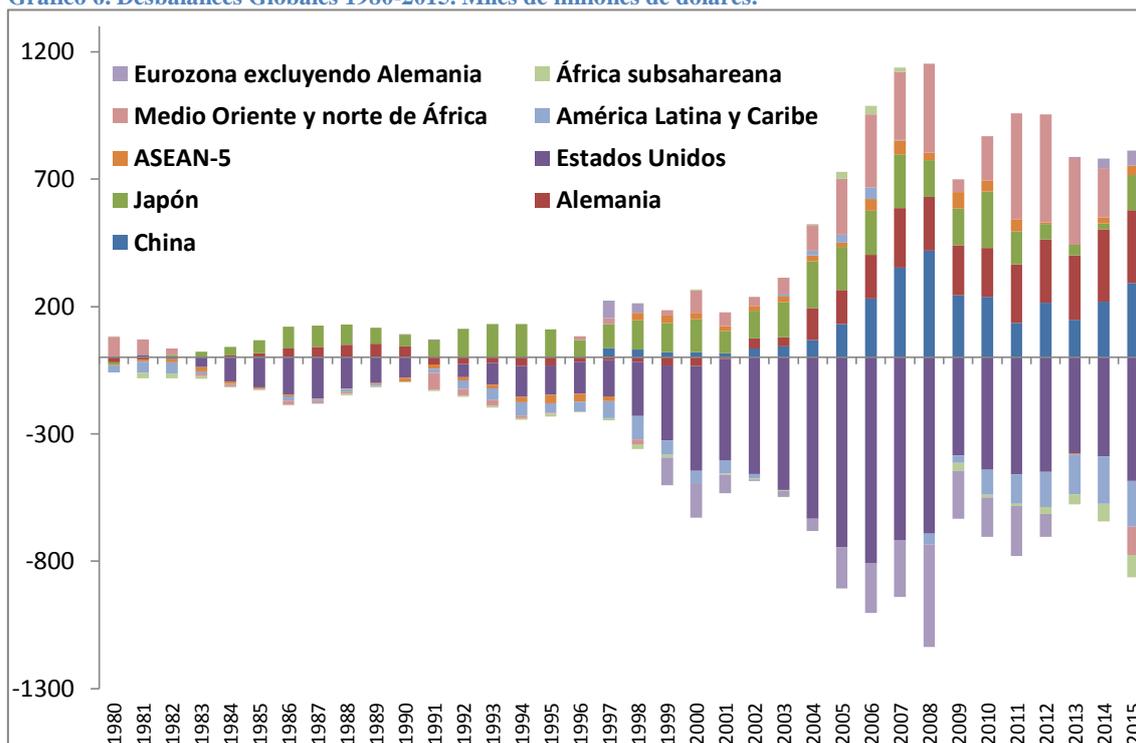
Los desbalances globales: el no ajuste del hegemon

El problema de los desajustes en los Balances de Pagos internacionales está íntimamente vinculado al problema de la liquidez internacional. En el patrón oro - libra esterlina, el patrón oro - dólar y mucho más todavía en el patrón dólar fiduciario, la inyección de liquidez internacional para proveer a la economía global se efectuó a través de una moneda clave y los déficits externos del país hegemon. Precisamente, eso era lo que explicaba Triffin (1964): si se termina el déficit, el mundo se quedaría sin liquidez.

En el caso de los patrones oro, la autoridad monetaria del país emisor de la moneda central debía cuidar la paridad con el oro, por lo que cíclicamente ajustaba sus desbalances con un alza en la tasa de interés. En cambio, en el Patrón dólar fiduciario, el

déficit del balance de pagos no se acota a la cuenta capital sino que se extiende a la cuenta corriente y aparentaría ser ilimitado porque no hay paridad entre el dólar y el oro. Los déficits crónicos por cuenta corriente de Estados Unidos, prácticamente ininterrumpidos desde 1980, son financiados mediante la emisión de su propia moneda o activos financieros denominados en la misma. Se trata de la principal economía del mundo que no recibe presión alguna para ajustar su cuenta corriente. Para el año 2015, ese déficit ascendía a casi 500 mil millones de dólares. Como la sumatoria de las cuentas corrientes de todos los países es idéntica a cero (los superávits se compensan con los déficits), el déficit estadounidense es también la contracara de los superávits de otros países. En el caso de China, ese superávit alcanzaba 293 mil millones para el año 2015. Este fenómeno del cual otros países como Alemania, los principales exportadores de petróleo y los países emergentes del sudeste asiático son también protagonistas es conocido como “desbalances globales”.

Gráfico 6. Desbalances Globales 1980-2015. Miles de millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a WEO del FMI

Como se explicó previamente, a partir de la década del ochenta, las empresas estadounidenses llevaron a la periferia la producción de manufacturas que después importaban. Este desarrollo de las cadenas globales de valor fue fomentado por la política estadounidense de un dólar fuerte en consonancia con los continuos déficits externos. Por su parte, los países del sudeste asiático se beneficiaron de un crecimiento

tirado por las exportaciones al mercado estadounidense, para lo cual mantuvieron un tipo de cambio depreciado y acumularon reservas. El consumo de las familias estadounidenses descansa en las políticas económicas expansionistas y en el crecimiento del mercado de capitales (Palley, 2011).

En consecuencia, el funcionamiento del Sistema Monetario Internacional en el que la generación de la liquidez internacional queda principalmente en manos de un país, requiere que dicho país esté en permanente déficit. El desequilibrio en los Balances de Pagos es lo normal en ese sistema, es decir, lo que permite su continuidad en el tiempo. El financiamiento en este caso consiste en la propia liquidez que el hegemon inyecta y, precisamente por su carácter de hegemon y la inconvertibilidad del dólar en oro, no tiene necesidad de ajustar su economía: los mercados recurren al dólar en las crisis y los organismos multilaterales de crédito están bajo su control.

El ajuste para los países periféricos

El caso de Estados Unidos es claramente la excepción por tratarse del país hegemon. Vale mencionar que la zona del Euro podría eventualmente también llevar adelante la misma política que el país americano, ya que cuenta con una moneda ampliamente aceptada internacionalmente: el euro. Sin embargo, el Banco Central Europeo, a diferencia de la Reserva Federal, tiene como única meta contener la inflación por lo que sus programas de expansión monetaria fueron más acotados y la zona del euro mantiene una cuenta corriente relativamente equilibrada frente al resto del mundo; no así hacia adentro de la región.

Sin embargo, la historia en el caso de los países periféricos es muy distinta. En este caso, se aplica el problema referido por Keynes previo a la firma de los Acuerdos de Bretton Woods, puesto que la carga del ajuste cae únicamente sobre los países deficitarios. Los esfuerzos de cada país deudor por preservar su propio equilibrio, estimulando sus exportaciones y recortando sus importaciones, agrava el problema de todos los otros. En cambio, si cada país se sintiera libre de presiones desproporcionadas, el volumen del comercio internacional se incrementaría y sería más sencillo restablecer el equilibrio sin deteriorar la calidad de vida en ningún lado. Los países acreedores se beneficiarían apenas menos que los deudores, al tener un intervalo de tiempo para ajustar sus economías sin ejercer presiones deflacionarias sobre el resto de los países y, como resultado, sobre ellos mismos (Keynes, 1942-1943).

Incluso hacia adentro de la Zona del euro y ante las dificultades que atravesó dicha región tras la crisis Subprime, las presiones para el ajuste de las cuentas externas recayeron únicamente sobre los países con déficit de la periferia europea. De esta manera, se atacó el crecimiento económico de estos países, generando un alto desempleo en Grecia o España, por ejemplo. Sin embargo, ningún organismo internacional o país le exigió a Alemania que incrementara su demanda y crédito doméstico o desaliente sus políticas comerciales, como proponía Keynes.

Por otro lado, la liquidez privada internacional analizada en el apartado anterior pasa a ocupar el rol de auditora y evaluadora de las políticas económicas. Es decir, “el mercado” toma la potestad de validar o desautorizar las medidas tomadas por los gobiernos y los resultados obtenidos. En la medida que los capitales privados financian un déficit por la cuenta corriente del balance de pagos, las medidas que se tomen deberán convencer a los inversionistas internacionales y locales de que se pagarán esas deudas. Kregel (2006), tomando como referencia a Minsky, entiende que hay dos formas mediante las cuales un país puede fomentar la continuidad del ahorro externo: construyendo “capital real”, lo que significa utilizar los préstamos externos para incrementar las exportaciones a una tasa lo suficientemente elevada para pagar dichos préstamos; o construyendo “capital financiero”, que consiste en convencer a los prestamistas de que el país podrá seguir obteniendo en el futuro nuevos préstamos, por lo que el esquema Ponzi de infinitos *roll over* continuaría indefinidamente.

Durante el período previo a la Globalización Financiera, los países del centro con dificultades en su balance de pagos recibían financiamiento temporal del FMI, condicionado a la aplicación de políticas monetarias y fiscales contractivas. La lógica de este proceder era que dichas políticas mejorarían el balance comercial por la caída en la actividad (retraería las importaciones e incrementaría el saldo exportable). Los desbalances comerciales quedaban estrechamente restringidos dentro de los límites dados por las reservas internacionales existentes y los potenciales préstamos del FMI (Kregel, 2008).

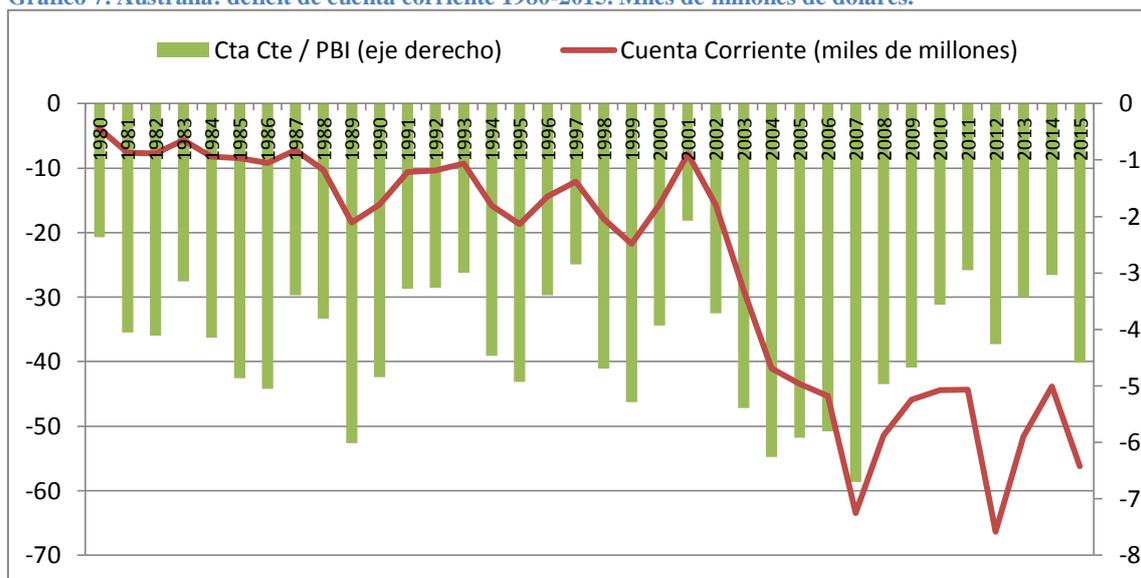
En cambio, en el contexto más reciente, la mayor disponibilidad de flujos financieros privados les dio la posibilidad a los países periféricos de evitar (en una primera instancia) el proceso de ajuste del FMI, ya que podían financiar déficits más grandes y persistentes. Los desbalances acumulados se incrementaron. En vez de estar limitados por el tamaño de las reservas, los déficits pasaron a estar restringidos por el deseo de

seguir prestando por parte de los mercados financieros internacionales, por lo que los países construyen “capital financiero”. El ajuste, como en todo esquema Ponzi, finalmente se produce en la forma de una crisis (Kregel, 2008).

El resultado de la cuenta corriente de los países periféricos es significativamente explicado por los intereses de la deuda externa y por la remisión de utilidades y dividendos de empresas extranjeras. En consecuencia, el país no puede intervenir sobre dichos flujos, ya que vienen dados por una historia de endeudamiento y extranjerización previos, así como también por la política monetaria del país central y por las estrategias globales de las empresas multinacionales. La única variable que es posible modificar (sin caer en un *default*) es la prima de riesgo país, es decir el riesgo crediticio propio del país que los mercados estiman en colaboración con las calificadoras de riesgo internacionales. A los efectos de que el riesgo país baje o no aumente, el gobierno crea “capital financiero” para convencer (bajo un perfil Ponzi) a los mercados con políticas neoliberales, como el achicamiento del gasto público y la privatización de empresas públicas.

La excepción a los países periféricos que deben ajustar su balance de pagos lo constituyen los denominados “invitados al desarrollo” (Medeiros y Serrano, 1999). Estos países o regiones fueron beneficiados, por motivos geopolíticos, por el país hegemón u otro país central mediante la provisión de las divisas necesarias para completar (o no interrumpir) sus procesos de crecimiento y/o desarrollo. En tales casos, al igual que ocurre con el país hegemón, los desequilibrios no deben ser ajustados y el financiamiento aparentaría ser ilimitado, o sujeto al interés del país hegemón. Algunos ejemplos de estos casos de invitación son el Plan Marshall para la reconstrucción de Europa occidental y Japón, y también Corea del Sur y Australia. En el caso de este último, se observa en el gráfico que lleva 35 años consecutivos de déficit por cuenta corriente.

Gráfico 7. Australia: déficit de cuenta corriente 1980-2015. Miles de millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base a WEO del FMI

El prestamista de última instancia

En las negociaciones previas a los Acuerdos de Bretton Woods, la propuesta de Keynes significaba un financiamiento inmediato para los países deficitarios. En cambio, la opción de los representantes estadounidenses era por un Fondo en el que Estados Unidos tuviera poder de veto, y el dólar preponderancia sobre el resto de las monedas. Dada la disparidad de fuerzas en favor de este último país, el resultado de la Conferencia de Bretton Woods fue la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI). En un mundo con control de capitales, el objetivo del FMI era evitar que los países con problemas en su sector externo (escasez de divisas) devalúen su moneda o apliquen políticas comerciales para restringir sus importaciones. Para eso, esta institución proveyó, con cuantiosas deficiencias, financiamiento internacional que, a su turno, quedaba eventualmente condicionando a la aplicación de políticas monetarias y fiscales contractivas.

El hecho de que los tipos de cambio sean fijos obligaba a que el sistema requiera de una cantidad significativa de recursos en manos del prestamista de última instancia. Tipos de cambio menos rígidos, que Bretton Woods preveía pero que en los hechos no sucedió, hubieran requerido menos recursos. En consecuencia, tras la salida de la Segunda Guerra y ante la escasez de dólares que enfrentaba Europa, las provisiones de recursos quedaron por demás cortas. Es por eso que el Plan Marshall, entre otros, terminó resolviendo esas carencias (Eichengreen, 2008).

El rol del FMI tuvo falencias desde un principio, como la escasez de financiamiento propio y poner la carga del ajuste solo del lado del país deudor. Pero fue durante la Globalización Financiera que su rol de prestamista de última instancia quedó aún más desdibujado. Como la mayoría de los flujos financieros internacionales surgen del sector privado, su capacidad de imponer condicionalidades y supervisar las políticas para reequilibrar el sistema quedó reducida. Las crisis financieras, de balance de pagos y/o de deuda son las que finalmente terminan por hacer el ajuste.

En efecto, en la década del setenta, cuando Estados Unidos declara la inconvertibilidad del dólar en oro, y con ello se liberaron los flujos de capital internacionales y se abandonó el mundo de tipos de cambio fijos que caracterizó a Bretton Woods, los motivos que habían originado al FMI dejaron de tener sentido. No obstante, ante los problemas en la balanza de pagos que empezaron a tener numerosos países periféricos, el FMI asumió un nuevo rol. En el caso de América Latina, el ingreso de divisas y la desregulación financiera en la segunda mitad de la década del setenta (los “petrodólares”) terminaron ocasionando la conocida “Crisis de la deuda” cuando Estados Unidos subió fuertemente la tasa de interés en 1979 y cayeron los precios de las materias primas en consecuencia. Frente a la imposibilidad de los países periféricos de hacer frente a sus obligaciones externas, el FMI se enlistó como custodio de los intereses de los bancos acreedores extranjeros, imponiendo ajustes a los países deudores (Ugarteche, 2007).

En la década del noventa, siguiendo las banderas del Consenso de Washington, a las condicionalidades históricas impuestas por el FMI vinculadas al ajuste de las cuentas públicas, se agregaron otras de carácter estructural, como la privatización de empresas públicas y reformas legales o institucionales (Wierzba, 2007). Las crisis mexicana (1994), asiática (1997), rusa (1998), brasileña (1998) y, sobre todo, la argentina (2001), entre otras, pusieron en duda la credibilidad del FMI, así como la eficacia de las políticas exigidas a estos países. El FMI tampoco contó con los recursos necesarios para rescatar por sus propios medios a las economías en problemas de forma inmediata, por lo que su rol como “prestamista de última instancia” quedó desdibujado. Más aún, su legitimidad quedó severamente cuestionada cuando el Congreso de los Estados Unidos no avaló los cambios en la voz y voto acordados en el G-20 tras la crisis Subprime. Esta reforma daba mayor representación a las economías que más habían crecido en las últimas décadas.

Algunos autores como Ocampo (2009) proponen aumentar la emisión de Derechos Especiales de Giro a los efectos de que el FMI cuente con recursos propios y no dependa de las divisas que provean los países centrales para realizar un salvataje. Desde ya que este problema está íntimamente vinculado a cómo se genera la liquidez en un sistema monetario internacional.

3.3 El financiamiento del (sub)desarrollo

Como fuera explicado en la introducción, a partir de la Globalización Financiera, el esquema teórico de la doctrina neoliberal se formuló a partir de la hipótesis sobre la “represión financiera” que McKinnon y Shaw desarrollaron al comienzo de la década del setenta (McKinnon, 1973; Allami y Cibils, 2009; Wierzba, 2007). Respecto al sector externo, dicha hipótesis propone la liberalización de la cuenta capital en tres sentidos: medidas que permitan la adquisición de activos domésticos por residentes extranjeros; medidas que permitan la adquisición de activos extranjeros por residentes domésticos; y, por último, medidas que admitan que los activos extranjeros puedan ser poseídos y transados dentro de la economía doméstica (Ghosh, 2005).

La “represión financiera” se funda en postulados monetaristas. Entre múltiples consignas, como desregular las tasas de interés, propone liberar los flujos financieros internacionales. Bajo dicha hipótesis, la mayor productividad marginal del capital en la periferia atraería capitales desde el centro, lo que resultaría en una asignación más eficiente del capital, lo que a su turno estimula el crecimiento (Roubini y Sala-i-Martin, 1991).

A partir de la Globalización Financiera, la liberalización de los flujos financieros se presentó como la forma concreta de viabilizar los recursos hacia donde se le pueda sacar una mayor productividad marginal. No obstante, la historia evidencia dos problemas para este pilar de la doctrina neoliberal: en primer lugar, el flujo neto de capitales tiene un sentido inverso al previsto; y en segundo lugar, el ingreso de capitales a los países Periféricos no se aplica al crecimiento y/o desarrollo económico.

Las transferencias netas de recursos

En primer término, Feldstein y Horioka demostraron en la década del ochenta que para los países de la OECD, las tasas de ahorro nacional estaban estrechamente correlacionadas con las tasas de inversión domésticas. Si bien esa correlación ha

disminuido en el tiempo, sigue siendo significativa (Obstfeld y Rogoff, 2000). Por lo tanto, ni siquiera entre los países del centro existía la movilidad de capitales supuesta por la teoría.

En los hechos, los “Desbalances globales” presentados en la sección anterior resaltan que las transferencias netas de recursos (medidos a través de los desequilibrios en las cuentas corrientes) tampoco se mueven en el sentido indicado por la teoría *mainstream*, sino todo lo contrario. Los déficits crónicos de la cuenta corriente de los Estados Unidos respecto al resto del mundo no son otra cosa que una transferencia neta de recursos que los países superavitarios (muchos de ellos Periféricos) le remiten mediante dos mecanismos análogos: la acumulación de reservas internacionales por parte de los Bancos Centrales y la fuga de capitales. Ambas cuestiones serán analizadas en profundidad en el siguiente capítulo. También, como fuera explicado en la sección 3.2, algunos países denominados “invitados al desarrollo” por parte del país hegemón pudieron tener, de forma crónica, déficits en su cuenta corriente, al igual que su anfitrión.

El indicador elaborado por la Cepal “transferencia neta de recursos” equivale al ingreso neto de capitales (autónomos y no autónomos) menos el saldo de la cuenta de “renta” (pago neto de utilidades e intereses). El mismo arroja en el acumulado 1980-2015 para toda América Latina que la región transfirió, en su conjunto, más de 140 mil millones de dólares al resto del mundo. Esto sin considerar las diferencias cualitativas en los destinos que siguen las divisas que ingresan de las que egresan, lo que será analizado más adelante.

Cepal (1959) ya había hecho un ejercicio similar hace más de medio siglo atrás para el período 1900 a 1954, obteniendo una salida neta de divisas (la diferencia entre el ingreso neto de capitales y las remesas de intereses y utilidades) para todos los lustros considerados, con la excepción de tres casos (1905-1909, 1910-1914 y 1950-1954).

Cuadro 2. Argentina. Movimientos de divisas por remesas de intereses y utilidades, entrada y salida de capitales. 1900-1955.

Cuadro 28
ARGENTINA: MOVIMIENTOS DE CAPITAL Y PAGOS EXTERIORES, 1900-55
 (Millones de dólares de 1950)

Promedios anuales	Entrada de capital a largo plazo			Salida de capital a largo plazo			Remesas de intereses y utilidades		
	Total	Público	Privado	Total	Público	Privado	Total	Público	Privado
1900-04	200	...	...	a	...	...	264	...	...
1905-09	450	...	...	a	...	...	392	...	...
1910-14	657	...	...	a	...	...	524	...	...
1915-19	103	83	21	162	128	35	304	102	202
1920-24	144	104	40	73	52	21	254	82	172
1925-29	199	119	80	—	—	—	448	126	322
1930-34	231	136	95	110	42	67	510	206	304
1935-39	158	- 28	- 130	124	99	25	466	168	298
1940-44	107	3	-104	75	65	10	307	103	204
1945-49	11	—	11	287	214	73	122	23	98
1950-54	67	—	67	11	8	4	14	2	12
1955	32	—	32	17	14	3	17	—	17

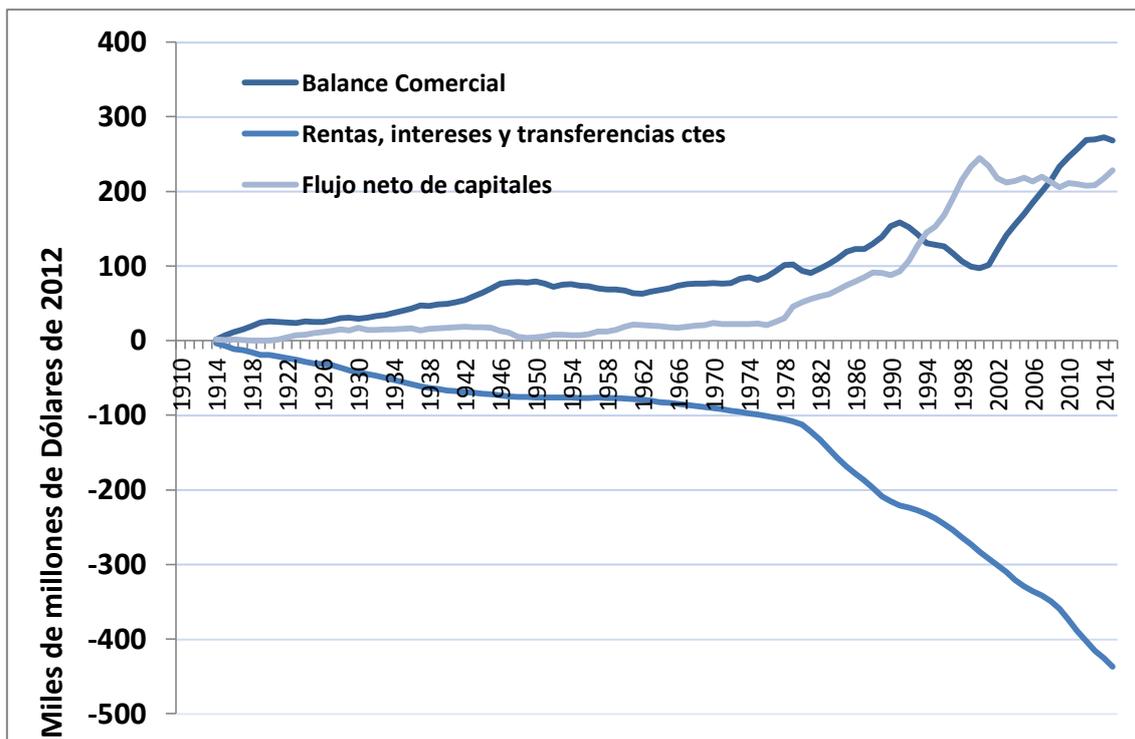
a Para los años 1900-13, el movimiento de capital a largo plazo es indicado en términos netos en la columna de entradas.

Fuente: Cepal (1959)

Si se descompone el movimiento de divisas a través del balance de pagos en dos agregados: el saldo de la balanza comercial por un lado; y todo el resto descontadas las reservas por el otro (lo que incluiría el saldo neto de la cuenta capital y las salidas de divisas en concepto de rentas de la inversión extranjera y pago de intereses), se obtiene que para la Argentina el segundo agregado es ampliamente negativo desde 1890 (Burachik, 2015).

Esto significa que el balance comercial de bienes y servicios es el que provee las divisas que, como contrapartida, salen como producto de las utilidades e intereses de las inversiones extranjeras y de las deudas tomadas con el exterior, respectivamente. Es decir, si Argentina se hubiera aislado del ahorro externo, tanto en forma de inversiones como de deuda, hoy tendría estimativamente más de 200 mil millones de dólares en sus reservas. Probablemente, no hubiera tenido ningún problema de Restricción Externa para desarrollar su estructura productiva en toda su historia del siglo XX y XXI.

Gráfico 8. Argentina. Flujos acumulados de saldos comerciales, flujos netos de capitales y rentas, intereses y transferencias corrientes.



Fuente: elaboración propia en base a Cepal y Ferreres

Sin embargo, a este ejercicio presentado, se le podría objetar que hayan sido las inversiones y el endeudamiento externos los que facilitaron el saldo comercial positivo, es decir, que una variable (el ahorro externo) sea causal de la otra (el balance comercial). También, en un sentido inverso de la causalidad, una mejora en los términos de intercambio podría producir un aumento del saldo comercial que, a su turno, provoca un aumento en la formación de activos externos (Médici y Panigo, 2014). Esta temática se tratará a continuación.

El uso de las divisas por parte de la Periferia

Una vez tratada la primera cuestión a dilucidar respecto a las transferencias de recursos (si los países periféricos son emisores o receptores netos), queda la problemática del uso que la periferia le otorga a los recursos que provienen del centro, aun cuando el flujo neto sea negativo. Si el ingreso de divisas proviene de la cuenta de capital, debería estar orientada a generar las divisas necesarias para posteriormente pagar las remesas de utilidades e intereses consecuentes, ya sea mediante más exportaciones o menos importaciones (Hopenhayn y Vanoli, 2001). Asimismo y complementario a esto último, su uso debería estar orientado a impulsar el desarrollo de las fuerzas productivas, y focalizado en las actividades referidas como deseables por Reinert (2007) en la introducción de este trabajo.

Los ingresos por Inversión Extranjera Directa (IED) pueden cumplir o no con las dos metas mencionadas como deseables previamente. Esto depende, en parte, del posicionamiento geopolítico del país hegemón (y en menor medida los otros países centrales). Este último, al no estar sujeto a la restricción externa, puede influir sobre la división internacional del trabajo, tanto por la creación y expansión de mercados como por la canalización de su financiamiento. Es decir, puede crear mercados para que un país pueda colocar sus exportaciones o puede otorgar un financiamiento ilimitado como es el caso de los mencionados “invitados al desarrollo”. Las inversiones estadounidenses en Europa tras el final de la Segunda Guerra Mundial ayudaron a la transferencia tecnológica.

Durante el Patrón oro – libra esterlina, Argentina resultó ser complementaria a la economía inglesa (hegemónica en ese período), por lo que el país europeo (y luego también los Estados Unidos) financió el tendido ferroviario, la instalación de frigoríficos y de servicios públicos. Quedó así determinada una estructura económica orientada a la exportación agropecuaria y los inversores extranjeros aportaron los capitales inherentes a la instalación de la infraestructura que facilite y dé eficiencia a esa producción primaria. El emisor de la moneda clave proveía el mercado para la colocación de dicha producción, al tiempo que, cuando el ciclo económico internacional entraba en una fase recesiva, proveía financiamiento externo en cuantías suficientes para que Argentina (y otros países complementarios a la estructura productiva inglesa) se mantuviera integrada al sistema monetario internacional como proveedora de materias primas hasta la próxima reversión del ciclo (Medeiros y Serrano, 1999; Kulfas, Porta y Ramos, 2002).

La sustitución de Inglaterra por Estados Unidos como país hegemón luego de la Primera Guerra Mundial dishizo esta complementariedad entre algunos países de la periferia y el centro. La crisis del treinta y el fracaso del regreso al Patrón Oro, terminaron de constituir en Argentina un modelo de sustitución de importaciones forzado por la escasez de divisas estructural que imponía desde entonces el sistema monetario internacional, y ya no cíclica como antes.

Con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial y en el inicio del Patrón oro – dólar, la “invitación al desarrollo” (como alivio de la Restricción Externa) tuvo un carácter estratégico vinculado a la Guerra Fría. La apertura unilateral del mercado estadounidense, el sostenimiento de tipos de cambio desvalorizados, la tolerancia con

las políticas de protección arancelaria, las misiones de ayuda técnica, el fuerte estímulo a la expansión de las multinacionales estadounidenses y el Plan Marshall permitieron a los países de Europa occidental y Japón llevar a cabo procesos de crecimiento acelerado liderados por el estado y basados en conglomerados nacionales (Medeiros y Serrano, 1999). Una estrategia similar se aplicaría luego en Corea del Sur.

Muy distinta fue la situación de América Latina. En este caso, el financiamiento externo de la región se tornó muy dependiente de la expansión de la inversión directa de las multinacionales estadounidenses y europeas. Luego de que el gobierno de Perón (1945-1955) redujera la presencia del capital extranjero muy sensiblemente (Cepal, 1959), a partir de 1958 creció la afluencia de capitales que se orientaron principalmente a industrias destinadas a proveer al mercado interno. Como estas empresas se abastecían de insumos y medios de producción importados, su efecto en términos de divisas fue negativo.

Luego de los magros flujos producto de la “crisis de la deuda” en los ochenta, los noventa se caracterizaron por el libre acceso del capital extranjero a todos los sectores económicos, incluyendo el petróleo y las actividades extractivas. El resultado del ingreso de capitales fue un ajuste importador, facilitado por la flexibilización de los controles sobre las importaciones y la apreciación cambiaria (Kulfas, Porta y Ramos, 2002).

Por su parte, respecto a los ingresos de IED en la década del noventa para Argentina, las estrategias se centraron en la búsqueda de mercados nacionales para los sectores de servicios e infraestructura, búsqueda de mercados internos ampliados (regionales) para las manufacturas y búsqueda de materias primas para la exportación, principalmente petróleo y minería. Para el período, Sacroisky (2006) indica lo siguiente:

“Los significativos ingresos recibidos mostraron escasa incidencia en la mejora de las capacidades productivas locales: i) el grueso de la IED se explicó por la adquisición de activos existentes, ii) la reinversión de utilidades dio cuenta de una parte más que exigua de las inversiones, iii) la mayor parte de la renta obtenida fue remitida a los países de origen, iv) el abastecimiento de insumos y bienes de capital provino fundamentalmente del exterior, generando escasos encadenamientos locales y el desmantelamiento del grueso de la estructura de proveedores existente fronteras adentro, y v) el patrón de exportaciones no sufrió modificaciones sustanciales.”

Por otro lado, Panigo y Medici (2014) correlacionaron los términos de intercambio argentinos con respecto a la formación de activos externos (FAE). La hipótesis de su trabajo apunta a que una mejora en los precios internacionales de las exportaciones argentinas incrementa la cuasi-renta de los sectores exportadores que, en lugar de ser reinvertidos, se acumulan como activos externos líquidos (fuga de capitales). La causa de este comportamiento descansa, en última instancia, en la estructura productiva desequilibrada, tal como fuera definida por Diamand (1973).

Basualdo y Kulfas (2000) también encuentran una correlación empírica positiva entre el endeudamiento externo y la fuga de capitales desde la década del setenta: “... forman parte de un mismo proceso porque el primero de ellos ha operado como una masa de capital valorizable para los grupos económicos y las empresas transnacionales que concentraron el grueso de la deuda externa privada”.

También Bresser Pereira y Gala (2007) indican que el principal resultado del ingreso de ahorro externo (sea como IED o endeudamiento) no es el aumento de la tasa de inversión sino el incremento del consumo y del endeudamiento externo. Se genera un proceso de sustitución de ahorro doméstico por ahorro externo.

En última instancia, del análisis cuantitativo presentado en la sección anterior, se deduce que las divisas obtenidas mediante el superávit comercial se vuelcan principalmente a la remuneración del capital extranjero, sea como intereses o dividendos. En consecuencia, no pueden ser destinadas a la compra de medios de producción e insumos para desarrollar la estructura productiva (Burachik, 2015).

En suma, la transferencia neta de recursos a nivel internacional es regresiva, ya que son países de la periferia los que financian a la principal economía mundial. Pero además, las divisas ingresan de una manera opuesta a la que se utilizan: ingresan a través del saldo comercial positivo, del endeudamiento externo y de la IED orientada al mercado interno. En cambio, se utilizan para la remisión de utilidades, el pago de intereses y capital de la deuda, la fuga de capitales y la acumulación de reservas. Como se describió, con la excepción del período denominado Patrón oro – libra esterlina, la IED y el endeudamiento externo no tuvieron un efecto positivo sobre el balance comercial.

3.4 La (des)coordinación de políticas

La hegemonía como forma de coordinación

Como fuera señalado en la sección 1.3, la forma de coordinación entre países para llevar adelante un Sistema Monetario Internacional de forma conjunta podría adoptar distintas modalidades:

Los principios básicos de organización que pueden hacer operativo un sistema [monetario internacional] consistente son: i) automaticidad: un régimen autodisciplinado de reglas y convenciones que se aplican a todas las naciones; ii) supranacionalidad: un régimen basado en la adhesión colectiva a las decisiones de alguna organización internacional autónoma; iii) hegemonía: un régimen organizado alrededor de un solo país con reconocidas responsabilidades (y privilegios) como líder; iv) negociación: un régimen de responsabilidades y toma de decisiones compartidas (Cohen, citado en Dimenzon y Hopenhayn, 1987).

Sin embargo, a pesar de las cuatro variantes presentadas, los autores de la cita precedente señalan que el único de estos principios que consiguió preservar la estabilidad monetaria internacional por algún tiempo fue la hegemonía. Este hecho quedó de manifiesto en el proteccionismo y las devaluaciones competitivas que tuvieron lugar durante el período de entreguerras, según lo descrito en el capítulo 1. Giovanni Arrighi (1999) traslada el concepto de hegemonía de Antonio Gramsci al ámbito internacional, donde los que se vinculan son los estados nacionales en vez de clases y bloques de clases, definiendo como hegemonía mundial al

... poder de un estado de ejercer funciones de liderazgo y gobernanza sobre un sistema de estados soberanos [...] Este poder no es solo de “dominación” en un sentido puro y simple sino también, citado de Gramsci, se trata de ‘liderazgo moral e intelectual’.

Lejos de existir una relación simétrica entre los diversos países, el estado hegemónico puede tomar decisiones que afecten al resto de los países. De esta forma, impone, conforme a su interés nacional (más específicamente, a la percepción de este por sus aparatos de estado, condicionada por los intereses de la fracción del capital que ejerce la hegemonía), un determinado modo de acumulación en escala mundial, que supone una

particular modalidad de regulación del orden económico internacional, una división mundial del trabajo liderada por un conjunto de actividades en la que predomina el capital del país hegemónico, una cierta dirección en los flujos internacionales de capital y población, así como modalidades específicas de inversión internacional y de transferencia de recursos en escala mundial (Arceo, 2011).

El sistema monetario internacional es parte de dicho orden económico internacional, por lo que terminaría funcionando como un instrumento del estado hegemónico para satisfacer su propio interés (o el percibido como tal por la fracción de capital hegemónico). Como fuera explicado en el apartado anterior, el país hegemón tiene la posibilidad de financiar su déficit de cuenta corriente, así como sus inversiones al resto del mundo mediante la emisión de la moneda clave y activos de corto plazo denominados en dicha moneda. También puede financiar las transferencias a otros países “invitados al desarrollo” por motivos geopolíticos, o la creación y expansión de mercados para que estos últimos coloquen su producción.

La evolución de la coordinación

Los Acuerdos de Bretton Woods en los que prevalecieron los intereses estadounidenses por sobre las ideas de Keynes fueron, no obstante, el caso más emblemático de coordinación de políticas entre los países centrales. Tanto White del lado estadounidense, como Keynes del lado británico, coincidieron en que los países debían tener la libertad de regular los flujos de capital y cooperar para efectivizar dichas regulaciones ya que, de manera unilateral, estas no funcionarían. Por lo tanto, de forma coordinada, se sostuvieron controles a la cuenta capital y tipos de cambio fijos, junto con la liberalización paulatina de la cuenta corriente. Los Artículos del Convenio Constitutivo del FMI dieron pie a la regulación soberana de los flujos de capital y a que los países cooperen entre sí para monitorear y aplicar dichas regulaciones de forma multilateral (Gallagher, 2012).

Las dos instituciones creadas en Bretton Woods (el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial) establecieron una arquitectura financiera internacional que diera un marco normativo a la coordinación entre los países participantes. En el caso específico de Europa occidental, la Unión Europea de Pagos (UEP) resolvió algunas de las falencias del FMI y del Banco Mundial para la coordinación entre los países europeos participantes.

Mucho más dificultosa se volvió la coordinación hacia el final del período en que prevalecieron los Acuerdos de Bretton Woods. Como fuera mencionado anteriormente, con la restauración de la convertibilidad por cuenta corriente, los controles sobre la cuenta capital se volvieron mucho más difíciles de aplicar. La posibilidad de sub o sobre facturar exportaciones o importaciones; las transacciones intrafirma realizadas por las empresas multinacionales; y el mercado de eurodólares generado en Londres tras el relajamiento de los controles bancarios en Europa dificultaron la aplicación de controles por parte de los gobiernos (especialmente el estadounidense). Defender la paridad cambiaria se tornó mucho más complejo.

Quedando en autoridad del FMI la definición ambigua de “desequilibrio fundamental” para autorizar una devaluación significativa de una moneda, los gobiernos debían comprometerse a mantener la paridad fija toda vez que se pusiera en duda la misma. Caso contrario, se arriesgaban a que los mercados intentaran anticiparse y presionaran hacia una devaluación. Por otro lado, el estado de bienestar de posguerra impedía un ajuste de la actividad económica, como la suba de la tasa de interés o medidas restrictivas de política fiscal (Eichengreen, 2008).

En esta etapa, la cooperación entre países fue clave para sostener el esquema de paridades fijas. Un ejemplo de esto es el *pool* de oro que fue creado en 1961, y por el cual los bancos centrales de los principales países europeos intentaron coordinar sus compras y ventas de oro para sostener el sistema. Estos acuerdos duraron hasta la devaluación de la libra en 1967, cuando el precio del oro en los mercados privados llegó a 40 dólares la onza frente a los 35 dólares que oficiaba Bretton Woods.

Finalmente, en 1971 la coordinación para mantener la paridad entre el dólar y el oro resultó insostenible. La consecuente finalización de las paridades cambiarias y la liberalización de los movimientos de capital entre los países desarrollados cambiaron las reglas del juego del sistema monetario internacional. No obstante, este cambio declarado unilateralmente por Estados Unidos se hizo sin siquiera consultar al FMI, organismo que paradójicamente había sido creado para funcionar bajo el esquema de Bretton Woods.

Tras el fracaso de los “Acuerdos Smithsonianos” orientados a mantener las paridades fijas, se reformó el Artículo IV del Convenio Constitutivo del FMI legalizando la flotación y eliminando el rol clave del oro. A diferencia de los Estados Unidos, Europa y Japón se preocupaban por la estabilidad cambiaria, por lo cual deseaban una

intervención coordinada en el mercado de cambios: uno se refugió en el Sistema Monetario Europeo mientras que el otro lo hizo en sus exportaciones (Eichengreen, 2008).

En un mundo sin paridades fijas, Estados Unidos utilizó su tasa de interés para apreciar su moneda frente al resto del mundo a través del Plan Volcker en 1979. En 1985, cuando la apreciación continuó más allá de la tasa de interés, el G5 selló el Acuerdo del Hotel Plaza, por el cual los países participantes convinieron en intervenir en favor de la depreciación de la moneda estadounidense (o, lo que es lo mismo, la apreciación del resto). Luego, en 1987, esta vez mediante el Acuerdo Louvre, el G7 buscó detener la depreciación del dólar impulsada dos años antes. En 1995, a través del Acuerdo Plaza Inverso, Estados Unidos conviene la apreciación de su moneda. En suma, las cumbres políticas en el G5 o G7 sustituyeron los debates que anteriormente se llevaban a cabo en el FMI.

Paralelamente, ante los problemas de pagos que presentaron algunos países periféricos (sobre todo tras el Plan Volcker), el G7 encontró en el FMI un nuevo rol: el de policía de los bancos y asesor de los países periféricos deudores para las negociaciones de sus deudas. Desde 1975, los Acuerdos de Facilidad Ampliada del FMI impusieron condicionalidades de más largo alcance que los préstamos disponibles hasta el momento. Asimismo, los acreedores del Club de París no consideraban la renegociación de una deuda sin la aprobación del Fondo. En la década del ochenta, el FMI se preocupó principalmente por la estabilidad del sistema bancario estadounidense, en desmedro de los problemas que la deuda externa había generado sobre los países de América Latina (Ugarteche, 2007; Ocampo, 2012).

Las reacciones políticas a la falta de coordinación

Tanto las crisis de los países periféricos en la década del ochenta y noventa, como la llamada crisis “subprime” desatada en 2007, pusieron en evidencia las falencias de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI). En ambos casos, surgieron proyectos para su reformulación. Luego de que la crisis rusa repercutiera en los sistemas financieros alemán y estadounidense, el G7 acordó en 1998 el lanzamiento de un programa de reformas y la creación del *Financial Stability Forum*. En los hechos, no fueron más que medidas complementarias a los Acuerdos de Basilea y de mayor vigilancia por parte del FMI sobre los países en desarrollo (Hopenhayn & Vanoli, 2001).

Luego, con la crisis “Subprime”, las principales economías del mundo nuevamente parecieron reconocer que la solución a una crisis global requería respuestas de la misma escala. Por eso, y a diferencia de las crisis anteriores en las que las discusiones en torno a la reforma de la AFI quedaron acotadas a los países desarrollados en el ámbito del G7³, esta vez el lugar de discusión pasó a ser el G20⁴. Este foro había sido creado en 1999, pero recién con posterioridad a la crisis fueron convocados los jefes de estado.

En esta nueva oportunidad, el G20 se propuso dos grandes metas: una inmediata que consistía en políticas anticíclicas para frenar los efectos de la crisis; y la reforma de la AFI que, a su turno, incluye el rediseño de las instituciones multilaterales y también nuevas reglas para la regulación financiera. Respecto a las primeras, Carrera (2009) señala:

La crisis puso de manifiesto que las instituciones multilaterales de la AFI fueron incapaces de generar regulaciones que eviten la generación de burbujas, de alertar sobre la llegada de una gran crisis global, de prevenir su diseminación y de contribuir a encapsular sus efectos en el sistema financiero. Finalmente, no existe tampoco una confianza plena en su capacidad para facilitar la recuperación.

Un primer problema de las instituciones fue la falta de fondeo y la dificultad que encontraron los países en situaciones críticas para acceder a las líneas crediticias, tanto del FMI como del BM. Un segundo problema es que la voz y el voto dentro de estas instituciones se distribuyen de forma muy inequitativa, en desmedro de los países periféricos.

En cuanto a las reglas, se intentó diagramar una regulación y una supervisión más estrictas que las existentes al momento de desarrollarse la crisis. Las recomendaciones de las instituciones vinculadas al Financial Stability Board, como el Comité de Basilea o IOSCO, abordaron distintas vetas de la desregulación financiera como son las Agencias Calificadoras de Riesgo, los derivados operados por fuera de los mercados (*over the counter*) y propusieron una regulación macroprudencial amplia, que contenga a todos

³ El G7 está compuesto por Alemania, Canadá, Estados Unidos, Francia, Italia, Japón y Reino Unido.

⁴ El G20 está compuesto por Alemania, Estados Unidos, Francia, Reino Unido, República Popular China, Brasil, Italia, Canadá, Rusia, Australia, México, India, Corea del Sur, Indonesia, Turquía, Arabia Saudita, Sudáfrica, Argentina, Japón y la Unión Europea.

los actores participantes, incluyendo a los *hedge funds* y tomando medidas en contra de las guaridas fiscales.

Sin embargo, estas medidas aisladas no atacaron a la totalidad de los factores que generaron la crisis. Muchas acciones fracasaron o sus avances fueron muy limitados. Quedó en evidencia que las acciones llevadas a cabo, en una primera instancia por el G7 y luego por el G20, no abordaron a la totalidad de los problemas de las finanzas internacionales. Distintos eventos como la década perdida latinoamericana, las crisis financieras y cambiarias en numerosos países periféricos en la década del noventa, o incluso la crisis “Subprime” no pueden ser explicados únicamente por la desregulación financiera.

Es por eso que distintos economistas focalizan en la totalidad del sistema monetario y financiero internacional para el análisis de las distintas crisis, y en la vulnerabilidad monetaria y financiera en general. Por ejemplo, Palley (2006) encuentra dos causas para la crisis Subprime: la financiarización de la economía (que incluye a la desregulación financiera), pero también los “desbalances globales”.

Al respecto, Xiaochuan (2009), presidente del Banco Popular Chino, encargado de llevar adelante la política monetaria de ese país, se pronunció explícitamente sobre el rol del dólar como moneda de reserva. Para eso referenció a Triffin, quien (como fuera explicado previamente) en la década del sesenta había concluido que la moneda de reserva internacional no puede ser emitida por un único país. Es decir, Xiaochuan ataca una de las principales características del sistema monetario internacional, y no solo aspectos puntuales de la desregulación financiera.

En cualquier caso, y a pesar de la ampliación del G7 al G20, las posibilidades de llevar adelante cambios reales en el funcionamiento de la AFI dependen de la voluntad de la(s) potencia(s) hegemónica(s). Un ejemplo de esto se refleja en la imposibilidad de llevar a cabo los cambios en la voz y el voto en el Fondo Monetario Internacional, los que fueron decididos por el G20 en 2010. Al requerirse más del 85% del total de votos para llevar adelante estos cambios y Estados Unidos contar con más de 16% de votos de ese total, este país cuenta con un poder de veto que se efectivizó cuando los cambios propuestos por el G20 no fueron ratificados en el Congreso estadounidense (Financial Times, 2014).

En general, las reacciones posteriores a las crisis han sido infructuosas en modificar las principales causas de las mismas: las guardidas fiscales, los *hedge funds* o las agencias calificadoras de riesgo, entre otros. La desregulación financiera en general se adaptó para eludir los cambios de la normativa. Otros temas, como los desbalances globales, el rol del dólar como moneda de reserva, o la ausencia de normas cambiarias y monetarias ni siquiera han sido tenidos en cuenta en los documentos finales del G20.

En síntesis, más allá de alguna reacción política a las crisis, más circunstancial que sostenida, a partir de la Globalización Financiera, la desregulación financiera y la apertura de la cuenta capital han quedado imperturbables a la regulación. Tampoco los problemas de representatividad de los países periféricos en la AFI han encontrado respuesta entre los países centrales.

3.5 Consideraciones finales del capítulo

Algunas de las ideas que se pueden extraer de este capítulo son las siguientes:

- ✓ La provisión de liquidez internacional a partir de la Globalización Financiera se ha vuelto mucho más inestable que en períodos previos. Esto se debe, por un lado, al aumento en los grados de libertad con que cuenta la política monetaria estadounidense gracias al rol plenamente fiduciario del dólar y, por el otro, al incremento exponencial de la liquidez privada global.
- ✓ La liquidez privada global tiene un volumen significativo respecto al del comercio internacional. Multiplica la volatilidad de la política monetaria estadounidense, se articula mediante instituciones con comportamientos procíclicos y erráticos como las Agencias Calificadoras de Riesgo y los fondos de inversión, e induce procesos de desregulación financiera en la periferia (factores *pull*).
- ✓ Las economías de los países periféricos quedan especialmente vulnerables a la volatilidad impuesta por los ciclos de ingreso y salida de capitales que dibujan las políticas monetarias del país que emite la moneda clave y los actores que juegan en los mercados financieros internacionales. Los países periféricos no intervienen en la definición de los ciclos, que comienzan con la abundancia de liquidez global y terminan con su escasez.
- ✓ El ajuste de las cuentas corrientes recae únicamente sobre los países deficitarios, a menos que se trate del país hegemón (o eventualmente otro país central) del

sistema monetario internacional o de países “invitados al desarrollo” por este último. En cambio, cualquier otro país periférico deficitario se financia en el mercado internacional de capitales evitando el ajuste por algún tiempo. Pero cuando se cierra esta puerta del financiamiento, ajusta sus cuentas externas mediante crisis, y queda apacible a las condicionalidades impuestas por los organismos multilaterales de crédito, cuyo rol consiste en exigir la aplicación de políticas monetarias y/o fiscales contractivas, así como cambios estructurales ideados en el “Consenso de Washington”. En este contexto, la aplicación de políticas económicas contracíclicas queda desautorizada tanto por los actores del mercado como por los organismos multilaterales.

- ✓ Los desequilibrios de las cuentas corrientes del balance de pagos de los países periféricos son exponencialmente más amplias a partir de la Globalización Financiera. Además, se volvieron más difíciles de controlar, no solo por su tamaño, sino también porque son explicados por variables como la remisión de utilidades, el pago de intereses o la fuga de capitales, cuando antes quedaban acotados principalmente al balance comercial.
- ✓ Los flujos netos de recursos transitan desde los países periféricos a los centrales, siendo los “desbalances globales” un claro ejemplo de esto. Pero también, el indicador “transferencia neta de recursos” (equivalente al ingreso neto de capitales autónomos y no autónomos menos el saldo de la cuenta de “renta” <pago neto de utilidades e intereses>) arroja en el acumulado 1980-2015 para toda América Latina que la región transfirió, en su conjunto, más de 140 mil millones de dólares al resto del mundo.
- ✓ Sumado a esto, las divisas que ingresan a la periferia no necesariamente se destinan a generar exportaciones o sustituir importaciones. Tampoco generan desarrollo de actividades productivas deseables, en el sentido de Reinert (2007). Por lo tanto, el problema no termina en la transferencia cuantitativa en sí, puesto que también concierne al destino que se le designa a las divisas que se movilizan: ingresan como saldo comercial positivo, deuda externa e inversiones extranjeras, pero egresan como pago de capital e intereses, remisión de utilidades y fuga de capitales.
- ✓ El sistema monetario internacional es hegemónico en cabeza de los Estados Unidos, pero dicha hegemonía quedó mermada en el marco del G20, donde otros países tienen progresivamente más peso. No obstante, las discusiones siguen sin

abordar de lleno los problemas del funcionamiento del sistema monetario internacional en la Globalización Financiera. Por dicho motivo, las propuestas para una mayor regulación financiera y reforma de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) dentro del G7 y luego del G20 no arrojaron resultados que reviertan la tendencia a la desregulación financiera.

- ✓ La asimetría monetaria del sistema monetario internacional presenta múltiples facetas: i) la volatilidad de la liquidez global que afecta especialmente a los países periféricos surge de las decisiones tomadas por actores públicos y privados de los países centrales; ii) los países que deben ajustar mediante crisis sus cuentas corrientes son los deficitarios, periféricos y no “invitados al desarrollo”; iii) la abundancia de liquidez global (factores *push*) impulsa la desregulación financiera doméstica (factores *pull*); iv) las diferencias de la preferencia por la liquidez (“l”) y los movimientos cambiarios (“a”) entre los países centrales y periféricos conlleva que la deuda externa de los países periféricos se denomine en divisas y que “l” de la moneda de los países centrales (periféricos) aumente (disminuya) al momento de una crisis; v) la coordinación de políticas en favor de una mayor regulación financiera y de una reforma de la AFI en distintos foros (G7 y G20) y organismos multilaterales queda en manos del país hegemón (y en menor medida, del resto de los países centrales).

4- El Sistema Monetario Internacional y la profundización de la Restricción Externa

4.1 La Fragilidad Financiera

La apertura de la cuenta capital

Como fuera explicado previamente, a principios de la década del setenta, la hipótesis McKinnon-Shaw de la “represión financiera”, inmersa en la doctrina neoliberal, aseguraba, entre otras cosas, que la liberalización de la cuenta capital fomentaría los flujos de recursos desde los países del centro hacia los periféricos. Atraídos por una rentabilidad más alta acorde a una mayor productividad marginal del capital, los capitales marcharían hacia la periferia. Contra la represión financiera, impulsaron la desregulación financiera.

Esta última incluía la liberalización de las tasas de interés, el fin de cualquier tipo de regulación sobre el sistema financiero, el desguace de la banca de desarrollo a nivel doméstico y la liberalización de los flujos de capital entre fronteras, entre otros puntos descritos en el capítulo anterior. El fin de los controles cooperativos a los movimientos financieros internacionales que habían caracterizado a Bretton Woods forma parte de esta desregulación. Para Roubini y Sala-i-Martin (1991), el resultado de la desregulación financiera es un mayor crecimiento a nivel global, especialmente en los países periféricos receptores de capital.

Pero la desregulación financiera, en sus distintos aspectos, recibió numerosas críticas. Una amplia literatura se ha dedicado a describir y analizar los efectos de la apertura de la cuenta capital y financiera sobre los países periféricos en el marco de la Globalización Financiera. A Díaz Alejandro (1984), en un trabajo enfocado en la economía chilena, le alcanzó con el título para explicarlo: “Good-bye financial repression, hello financial crash” (adiós represión financiera, hola estampida financiera). Ocampo, Spiegel y Stiglitz (2008) señalan que la integración financiera ha provocado numerosas crisis financieras y cambiarias, inestabilidad del consumo y del producto, volatilidad de las tasas de interés y limitaciones del estado para ejercer la política económica de forma independiente. Tampoco encuentran evidencia de que el ingreso de capitales haya fomentado el crecimiento. También Eatwell y Taylor (2006) describen:

La reciente ola de crisis monetarias en las economías en desarrollo y en transición está claramente vinculada con la rápida liberalización del mercado de capital y la falta de procedimientos de regulación apropiados, tanto a nivel internacional como a nivel país, para administrar los flujos financieros liberalizados.

Incluso el FMI, impulsor de la desregulación financiera desde la década del ochenta, emitió un posicionamiento institucional sobre el tema que sintetiza documentos y discusiones previos. Si bien en el mismo asegura que la desregulación financiera mejora la eficiencia de la asignación de recursos y la competitividad del sector financiero doméstico, también incluye riesgos como mayor volatilidad macroeconómica y vulnerabilidad a las crisis. Señala además que “Históricamente, la liberalización de los flujos de capitales ha sido seguida por crisis financieras y, durante la crisis reciente [se refiere a la crisis Subprime], las economías abiertas financieramente experimentaron mayores caídas de producto” (FMI, 2012).

Por lo general, la literatura citada focaliza la problemática en los flujos financieros especulativos y de corto plazo, que arbitran entre los diferenciales de tasas de interés entre países, también denominados “*hot money*”. Con esta caracterización, se busca contrastar dichos flujos con la inversión extranjera directa, la que no produciría vulnerabilidad ni crisis en los países periféricos, sino crecimiento y transferencia tecnológica. Es por eso que, de acuerdo a este enfoque, la solución que se propone es implementar técnicas para la administración de los flujos financieros que distingan entre ambos tipos de flujos. En el caso del FMI (2012), se recomienda la aplicación de dichas técnicas solo bajo circunstancias especiales que lo ameriten. La tasa Tobin, por ejemplo, es un mecanismo mediante el cual se desincentivaba el ingreso de capitales especulativos en favor de aquellas inversiones de largo plazo (Jetin y De Brunhof, 2000).

De acuerdo a Frenkel (2003), los eventos que se suceden en el ciclo de desregulación financiera que termina en crisis son los siguientes: en primer término el abundante financiamiento internacional hace viable paquetes de políticas locales para atraer a dichos capitales y satisfacer el deseo de los “mercados”. En una primera fase, se producen ingresos masivos de capitales que redundan en un aumento de las reservas, la oferta monetaria y el crédito. La expansión de la demanda interna va acompañada de la generación de burbujas de precios de activos inmobiliarios y financieros. De esta

manera, acompañado por un tipo de cambio fijo, cuasi fijo o que tiende a la apreciación, la inversión tiene alta rentabilidad en dólares y es financiada con endeudamiento externo.

Luego, como consecuencia de la apreciación cambiaria y las recetas de apertura comercial del Consenso de Washington, las importaciones aumentan y se incrementa el déficit comercial. La creciente rentabilidad en moneda extranjera que obtiene el capital foráneo no estimula las exportaciones. Sumado a esto, la acumulación de deuda e inversiones incrementa los pagos de intereses y dividendos, respectivamente. Por lo tanto, la cuenta corriente se deteriora aún más. Cuando el déficit de la misma supera los ingresos de capital, las reservas internacionales empiezan a decrecer. Las decisiones de cartera de los residentes locales y extranjeros quedan sujetas a la evolución del balance de pagos por lo que, a su turno, su deterioro empeora aún más el resultado final y acelera el proceso (Frenkel, 2003).

La fragilidad financiera

Si bien es ampliamente reconocida la vulnerabilidad que trajo la desregulación financiera a los países periféricos, no existe la misma homogeneidad para explicar dicha vulnerabilidad, sobre todo cuando la hipótesis de la represión financiera que promueve la desregulación permanece, con matices, vigente en numerosos documentos económicos, como el citado del FMI (2012). Desde el postkeynesianismo, Minsky (1976; 1993) introdujo la “hipótesis de la fragilidad financiera” para explicar los efectos de la desregulación financiera. Diversos autores, como Wolfson (2002), Kregel (2006), Arestis y Glickman (1999) o Ramos (2014) ampliaron al ámbito internacional dicha teoría, específicamente en lo referido a sus efectos sobre los países periféricos.

Minsky define tres tipos de perfiles para cada unidad financiera (se refiere a, por ejemplo, hogares, empresas o bancos): “cubierto”, “especulativo” y “Ponzi”. Si se espera que los ingresos por el flujo de caja excedan los pagos por un “margen” significativo en cada período, entonces la unidad financiera es cubierta. En cambio, una unidad especulativa es aquella en la cual se espera que, en algunos períodos (sobre todo en el corto plazo), los pagos excedan a los ingresos del flujo de caja, no obstante lo cual el patrimonio neto es, en principio, positivo. Se estima que el deudor pueda refinanciar las deudas en aquellos períodos en que los pagos excedan los cobros porque la unidad es solvente y los problemas son únicamente de iliquidez.

Una unidad financiera Ponzi es, en cambio, aquella unidad financiera en la que el pago de los intereses (sin considerar el capital) excede los ingresos del flujo de caja. Es decir, resulta insolvente. Por lo tanto, dicha unidad debe recurrentemente aumentar su deuda para hacer frente a los pagos y el patrimonio neto es negativo. Una eventual suba en la tasa de interés puede convertir una unidad financiera especulativa en Ponzi. Cuando el peso de las unidades especulativas y Ponzi en relación a toda la economía es significativo, también lo es la fragilidad financiera de dicha economía (Minsky, 1976).

En su teoría, Minsky considera que la “fragilidad financiera” no es la consecuencia de errores de política sino el resultado endógeno del funcionamiento normal de una economía capitalista, con mercados descentralizados y un sistema financiero sofisticado. El ciclo comienza cuando, tras un período de estabilidad, cambian las expectativas de las unidades. Las decisiones previas pasan a ser consideradas excesivamente conservadoras y revisadas, lo que resulta en una disminución en los márgenes de seguridad (Ramos, 2014).

En una economía en expansión, el optimismo crece y las creencias sobre el nivel apropiado de riesgo y deuda aumentan. La especulación, el precio de los activos financieros y la proporción de deudas de corto plazo crecen, al tiempo que se reduce la liquidez, por lo que aumenta la fragilidad financiera de toda la economía. Pero, tarde o temprano, ocurre lo que Wolfson (2002) llama un “*Not unusual surprise event*” (un evento sorpresa recurrente): este oxímoron significa que, a pesar de ser un evento recurrente (y por lo tanto esperable), resulta sorprendente para los participantes del mercado, dado su estado de euforia.

En dicho escenario de incertidumbre, los prestatarios podrían intentar vender sus activos para pagar sus pasivos, lo que presiona a la baja el precio de dichos activos. También los prestamistas, cuyos activos son los pasivos de los prestatarios, podrían tener que hacer lo mismo. Se crea así una espiral descendente en búsqueda de liquidez, en la que todos se posicionan del lado vendedor. Este escenario se conoce como deflación de deuda.

Ahora bien, llevada la teoría de Minsky al ámbito internacional, un país (a través del sector privado o público) que se endeuda con prestamistas internacionales en moneda extranjera, tiene que enfrentar sus compromisos de pago futuros con sus ingresos de divisas. Señala Kregel (2006) que mientras estaban vigentes los acuerdos de Bretton Woods, los países eran alentados a tener perfiles financieros cubiertos. Si por algún

shock, estos perfiles fluctuaban a especulativos o Ponzi, los países contaban con los créditos del FMI como prestamista de última instancia. El sesgo recesivo en el que el ajuste cae únicamente sobre el país deficitario (lo que fuera explicado oportunamente por Keynes) se debe a que el FMI condicionaba sus créditos a que el país deficitario en dificultades volviese a tener un perfil cubierto. De esta manera, los montos acumulados de deuda y los desequilibrios de cuenta corriente se mantenían bajos.

Con la caída de los Acuerdos de Bretton Woods, un país periférico con cuenta corriente deficitaria (sin expectativas de reversión en el futuro) y cuyo endeudamiento neto sea positivo estaría, por definición, funcionando como un perfil Ponzi, ya que paga los intereses y el capital de la deuda existente mediante nueva deuda. Por lo tanto, su éxito depende de que los prestamistas tengan predisposición a seguir prestando porque crean que, en el futuro, otros prestamistas refinanciarán esa deuda y, de esta forma, los primeros prestamistas podrán recuperar sus acreencias, y así sucesivamente (Kregel, 2006). A diferencia del FMI en la etapa anterior (lo mismo que los bancos acreedores de América Latina en la década de 1980), a los mercados no les interesa que el país tenga un perfil cubierto ya que perderían su negocio. Los participantes del mercado actúan de forma descentralizada y su evaluación del riesgo disminuye en el auge del ciclo. Es decir, los acreedores de un país dejan de ser tal cosa cuando venden los bonos de dicho país. No necesariamente cuando ese país termina de pagar sus deudas.

En América Latina, los períodos de “éxito” terminaron en crisis. Hacia fines de la década del setenta, el reciclado de los petrodólares y la posterior suba en la tasa de interés convirtió a los perfiles especulativos en Ponzi. Para resolver esta situación, se les exigió a los países en crisis producir superávits por cuenta corriente, lo que condujo a caídas en el producto significativas, dando lugar a “la década perdida”. A partir del Plan Brady (y la caída de la tasa de interés de la FED) en la década del noventa, reaparecieron los flujos de capitales y se regresó a un esquema Ponzi interrumpido por las sucesivas crisis como la del Tequila (1994), el Real (1998) y el Peso (2001).

Desde ya que, al igual que una empresa que financia sus inversiones productivas y espera realizarlas con mayores ingresos futuros, el ingreso de capitales a un país podría impulsar el mayor ingreso de divisas mediante un aumento de las exportaciones o la sustitución de importaciones. En tal caso, no se trataría de un esquema Ponzi, ya que el resultado final, manteniéndose las condiciones iniciales, sería positivo en términos de divisas. Sin embargo, no necesariamente existe una causalidad entre los ingresos por

ahorro externo (ya sean por endeudamiento o inversiones) y las inversiones para desarrollar la estructura productiva y ahorrar divisas, de acuerdo a lo que evaluaron Bresser Pereyra y Gala (2007) y fue analizado en la sección 3.3.

Se puede agregar que no sólo se trata de crédito externo, sino de cualquier flujo por la cuenta financiera y capital. Los administradores de fondos de inversión internacionales, por ejemplo, puede decidir invertir en activos financieros de países periféricos luego de un período de tranquilidad en que los evitaron por ser riesgosos. Su ingreso inicia un ciclo en el que los flujos de capitales generan dos efectos. Por un lado, proveen liquidez a los mercados pequeños de las economías periféricas y, recíprocamente, la profundización de dichos mercados impulsa una mayor demanda de los activos transados en los mismos. Por el otro, los tipos de cambio flotantes o administrados se aprecian ante el ingreso de capitales, lo que significa una ganancia extra al aumento de precio del propio activo financiero, lo que agrega un condimento extra al ciclo internacional que no aparecía en el modelo original de Minsky para una economía doméstica. Ambas cuestiones retroalimentan el ciclo (Ramos, 2014).

El incentivo inicial que puede dar impulso al ingreso de capitales es el diferencial de tasas de interés. De esta forma, los agentes toman crédito en un país donde la tasa de interés es baja para invertirlo en otro donde es más alta, operación financiera conocida como “*carry trade*”. Pero el riesgo es que ante una suba de la tasa (o la expectativa de que suba) en el país de origen o una devaluación (o la expectativa de que devalúe) en el país de destino, los capitales comiencen a salir detonando una potencial crisis.

En otras palabras, una mayor participación de los activos de los países periféricos en las carteras de los fondos de inversión estimula mayores flujos y lo mismo sucede recíprocamente. Cuanto más sean los fondos con un perfil Ponzi, también es mayor la fragilidad financiera de la economía. El “evento sorpresa recurrente” depende de la economía receptora de los flujos financieros, pero también de las decisiones de los administradores de fondos cuyo comportamiento depende de múltiples variables: crisis en otros países donde haya invertido el fondo (contagio), cambios en la política monetaria del país de los inversores del fondo, comportamiento de mayor o menor riesgo de los fondos de la competencia, etcétera.

Al igual que en la teoría de Minsky para una economía doméstica, al momento en que se desata una crisis, la liquidez internacional (como se analizó previamente, compuesta por divisas o activos de corto plazo emitidos por un país central) es escasa. Pero dicha

búsqueda de liquidez no solo presiona a la baja al precio de los activos financieros, sino también deprecia velozmente los tipos de cambio de los países periféricos, o presiona por una devaluación si el Banco Central interviene. La caída de los precios, la iliquidez del mercado y la depreciación del tipo de cambio impulsan mayores ventas por parte de los fondos, y así sucesivamente. El ciclo abre con un aumento en la profundidad de los mercados periféricos y apreciación cambiaria, y termina con la iliquidez de dichos mercados y la depreciación del tipo de cambio.

Minsky (1993) consideraba dos formas que permitían frenar el proceso de deflación de deuda o crisis a nivel doméstico: un banco grande y un estado grande. La primera forma implica un banco central que actúe como prestamista de última instancia e introduzca regulaciones financieras. Pero a nivel internacional, las salidas de capitales o los pagos de deuda se efectivizan en monedas emitidas por los países centrales, principalmente por el país hegemón. El banco central de un país periférico puede responder solo parcialmente porque depende de su nivel de reservas internacionales que son limitadas, a diferencia de la moneda doméstica de la que podría disponer ilimitadamente, a menos que tenga restricciones institucionales. Sobre la regulación financiera a escala internacional, los organismos internacionales se han dedicado a imponer la agenda neoliberal del libre mercado, opuesto a lo que proponía Minsky para evitar una crisis financiera, es decir, mayor regulación (Wolfson, 2002; Ramos, 2014).

También Minsky consideraba que el estado nacional debería sostener la demanda agregada, participando activamente de la economía (Ramos, 2014). En momentos de crisis, cuando el sector privado restringe el consumo y la inversión, el sector público tiene la capacidad de sostener la demanda. En el ámbito internacional, sostener la demanda agregada requiere coordinación entre los países, ya que si solo un país estimula la demanda mientras el resto ajusta, dicha demanda puede filtrarse hacia importaciones desde los países que sí ajusten. Por lo tanto, todos seguirían la política de ajustar y se caería en la lógica de *beggar-thy-neighbour* que caracterizó a la década de 1920.

El sistema monetario internacional y la “fragilidad financiera”

¿Es posible explicar la “fragilidad financiera” en los países periféricos a partir de las falencias del sistema monetario internacional presentadas en el capítulo anterior? En primer término, como fuera explicado en el capítulo anterior, la provisión de liquidez

internacional es inestable. En parte, por los grados de libertad que tiene la política monetaria del país emisor de la moneda hegemónica, pero también por el comportamiento pro-cíclico y el gran volumen de recursos que administran los actores que intervienen en los mercados financieros internacionales (fondos de inversión, de pensión, bancos, etcétera). Dicha inestabilidad genera ciclos de mayor liquidez internacional en los que los flujos financieros se orientan progresivamente hacia las economías periféricas que desarrollan un perfil especulativo y Ponzi. Pero luego, cambia el sentido de la política monetaria del país hegemón, por lo que la liquidez se retrotrae y cae el precio de los activos. Los factores *push* mencionados son los que empujan a los capitales a la periferia y luego los atraen de regreso al centro. Los factores *pull*, en cambio, reaccionan a los *push* mediante el impulso a la desregulación financiera.

Por lo tanto, la volatilidad de la liquidez internacional es lo que gobierna los ciclos descritos por Minsky, con el agravante cambiario que aparece en el plano internacional. En ese contexto, cuando todos los actores se posicionan del lado vendedor, no es para obtener liquidez en la moneda del país periférico sino liquidez internacional. Es decir, aquella provista por la moneda de un país central o activos financieros de corto plazo denominados en dicha moneda. Por lo tanto, la inestabilidad y asimetría del sistema monetario internacional (tratadas principalmente en el punto 3.1) están en el origen de la “fragilidad financiera”. La provisión de liquidez internacional en la forma en que lo hace el sistema bajo la Globalización Financiera impulsa el principio y detona el fin de los ciclos de “fragilidad financiera” para los países periféricos.

Por su parte, la asimetría monetaria implica que, a partir de la incertidumbre que genera el “evento sorpresa recurrente”, para la moneda hegemónica u otra moneda central, el valor que toma “*l*” (preferencia por la liquidez) y “*a*” (la apreciación esperada del activo) en la ecuación presentada en 3.1 ($r = a + q - c + l$) se incrementan considerablemente. Lo contrario sucede con las monedas de los países periféricos: “*l*” y “*a*” disminuyen, a tal punto que no pueden ser compensados por ninguna de las otras dos variables de la ecuación (la tasa de interés y la desregulación financiera).

La asimetría monetaria también significa que los países periféricos, por definición, emitan deuda internacional (privada y pública) denominada en la moneda del país hegemón u otra de los países centrales. De esta manera, los acreedores se cubren frente a la eventualidad del “evento sorpresa recurrente”. Con una cuenta corriente negativa,

refinanciar dicha deuda significa mantenerse en un perfil Ponzi. En tal caso, la deuda solo se paga con una refinanciación crónica y un aumento continuo del capital.

Pero también, los propios residentes de un país periférico (no solo los inversores que residen en un país central) buscan activos denominados en divisas, y los bancos locales toman depósitos y otorgan créditos en moneda dura. Este descalce de monedas agrega un condimento más a la fragilidad financiera de la periferia. En el caso de la Argentina en el año 2001, sobre el fin de la Convertibilidad, los bancos comerciales tenían, entre sus activos, créditos en dólares que habían sido otorgados a personas y empresas residentes con ingresos en pesos.

En segundo término, según lo descrito en la sección 3.2, en los períodos de auge del ciclo, la abundancia de liquidez internacional está ávida por financiar los déficits de cuenta corriente periféricos. De esta manera, aumenta la deuda externa, la deuda doméstica en manos de no residentes y también los propios déficits (por la apreciación cambiaria que empeora el balance comercial y por el mayor peso de los intereses y las utilidades). En consecuencia, se profundiza la “fragilidad financiera”. Los flujos financieros privados permiten evitar el ajuste (y sostener el crecimiento y el empleo) por un período más prolongado que con financiamiento oficial. Tampoco exigen, al menos en principio, ajuste como los organismos multilaterales. De forma similar a lo que fue la propuesta de Keynes de posguerra, el financiamiento es automático (Kregel, 2008).

Tras el “evento sorpresa recurrente”, la liquidez internacional se vuelve escasa y el ajuste de las burbujas características queda también en manos del mercado, cuya “disciplina” sobre los gobiernos soberanos frena cualquier posibilidad de política contracíclica y obliga al ajuste de las cuentas públicas, sin ningún tipo de contemplación social o económica. Este ajuste toma generalmente la forma de tensión o crisis de balance de pagos.

Los mismos capitales que generan la burbuja en el precio de los activos producto de decisiones irracionales (comportamiento en manada y contagio) son los que a su salida detonan la estampida financiera. En el caso de los capitales especulativos de corto plazo (“*hot money*”), la situación es aún más incontrolable. El equilibrio de responsabilidades entre acreedores y deudores no se aplica en el caso de los países periféricos. Los países deudores con estampida financiera deben ajustar lo suficiente para hacer frente a la salida masiva de capitales. La expresión atribuida a Keynes “si le debes a tu banco 100 libras, tienes un problema; pero si le debes un millón, el banco lo tiene” no se aplica,

puesto que los acreedores no se hacen cargo de la burbuja y el endeudamiento que generaron, y esperan recibir el pago completo por sus activos.

En la década del ochenta, cuando los países de América Latina tenían sus deudas mayormente con bancos mediante préstamos sindicados, los acreedores deseaban encontrar una solución porque si el país deudor caía en *default*, no iban a poder percibir sus acreencias. En cambio, tras el Plan Brady, América Latina le debe a acreedores privados diseminados en bonos cuyo comportamiento es distinto al de los bancos: el objetivo pasa por salir a tiempo para que cuando el país declare el *default*, ya estar “vendido”. Es decir, se establecen las condiciones de “fragilidad financiera” que terminan con una estampida.

En el momento en que estalla una crisis, los capitales “vuelan a la calidad” que, bajo la asimetría monetaria existente, es la metáfora utilizada para los activos emitidos por el país hegemón sin riesgo de *default*, como por ejemplo los Bonos del Tesoro. Como fuera explicado, ante la crisis, los países periféricos expulsan capitales mientras que los países centrales los atraen, quedando el peso del ajuste entonces únicamente para los primeros. El término “*I*” de la ecuación presentada en la sección 3.1 es el que juega un rol clave en este aspecto.

Por su parte, el FMI interviene como guardián de los intereses de los acreedores privados del país con “fragilidad financiera”, y para proteger sus pagos en desmedro de la economía del país en crisis. Su solución es el ajuste mediante una política monetaria contractiva que frene la salida de capitales, aunque empeore la crisis. La política propuesta es liberar las regulaciones financieras (“*c*”) y aumentar la tasa de interés (“*q*”), de acuerdo a la ecuación presentada previamente. Pero estas variables resultan inocuas frente a la caída de “*I*” y “*a*” al momento de la estampida.

Producir superávit de cuenta corriente en una crisis requiere declinar los ingresos y profundizar la crisis. Sobre todo, porque las variables manejables por el gobierno para lograr dicho superávit son escasas. Bajo el sistema de Bretton Woods, en ausencia de grandes flujos de capital internacional privado, el remedio común para convencer al FMI de que sus préstamos le serían reembolsados era una deflación que creara un equilibrio en cuenta corriente. Sin embargo, en presencia de libres flujos de capital internacional y de cuentas de capital abiertas, para muchos países periféricos endeudados, crear superávit en cuenta corriente, reduciendo ingresos e importaciones es más difícil (Kregel, 2006).

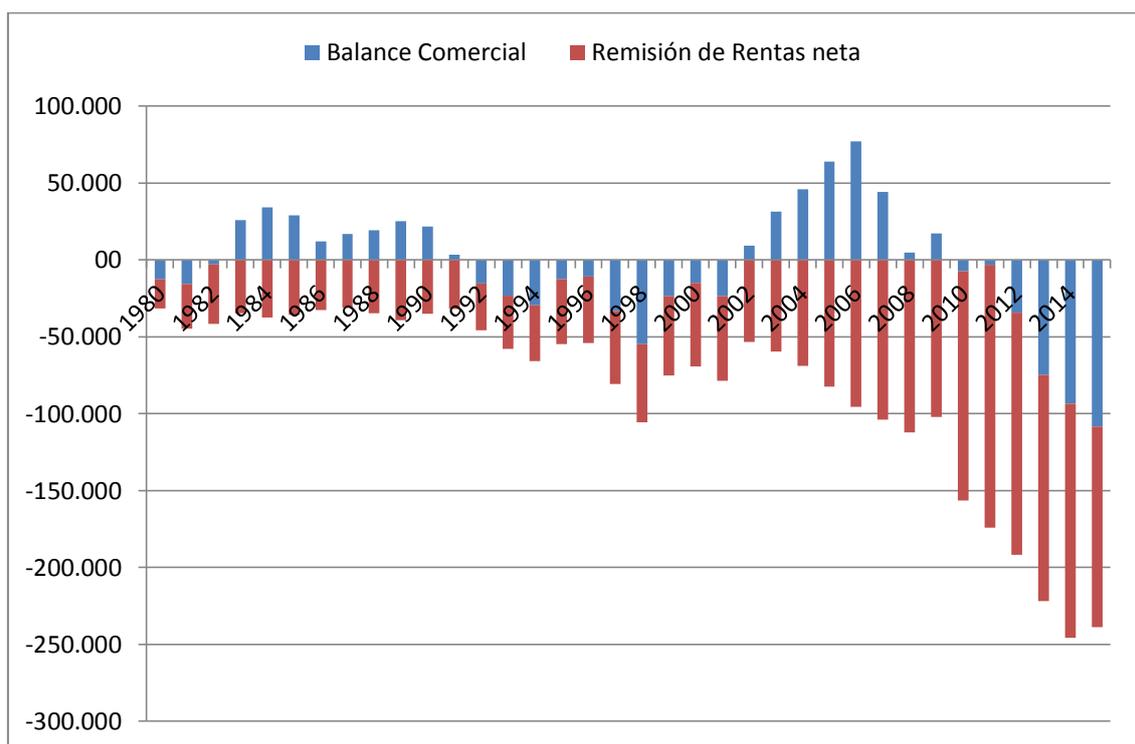
El pago de intereses depende del nivel de deuda histórico (incluyendo la estructuración de los pagos) y la tasa de interés: el primero está fuera de control en un perfil Ponzi, mientras que la segunda la define el país hegemón, junto con los mercados y las agencias calificadoras de riesgo. El gobierno puede intentar influir sobre los mercados y las calificadoras llevando adelante políticas neoliberales que mejoren las opiniones de estos actores sobre el país en cuestión. Indica Kregel (2006):

“En vista del respeto a los derechos humanos, ya no se permite matar al primogénito como prueba del compromiso de cumplir con el servicio de deuda. Pero los gobiernos tienen cierto control sobre sus presupuestos así como la capacidad de aplicar impuestos, de modo que la prueba más comúnmente elegida de que cumplirán con sus compromisos es una política despiadada de reducción del gasto y de incremento de los impuestos o de la ampliación de la base impositiva mediante la introducción de nuevos impuestos.”

Por otro lado, la remisión de utilidades y dividendos depende de las inversiones extranjeras preexistentes. Un control sobre dicha remisión podría oponerse a algún tratado bilateral de inversión y terminar en una disputa en el marco del Centro Internacional de Arreglo de Diferencias Relativas a Inversiones (CIADI), o restringir nuevas inversiones que las empresas multinacionales condicionan a la remisión de utilidades.

Asimismo, las exportaciones de un país periférico son generalmente *commodities* primarios, cuyo precio se fija en los mercados internacionales específicos y cuya oferta es relativamente inelástica al precio. Alterando los ingresos y ajustando la política fiscal, el gobierno puede alcanzar un mayor saldo exportable (exportar más y/o importar menos porque hay menos consumo interno). Pero en cualquier caso, la representatividad del balance comercial respecto al total de la cuenta corriente es menor que en el período de Bretton Woods cuando los capitales estaban regulados. En el gráfico, se observa el peso de la remisión de rentas respecto al balance comercial para América Latina. En 2015, sería necesario forzar una caída de más del 20% de las importaciones latinoamericanas para cubrir la salida neta de rentas y el balance comercial. En cambio, para únicamente equilibrar el balance comercial es suficiente con una caída de 10% de las importaciones. Es decir, las rentas duplican el esfuerzo necesario para equilibrar la cuenta corriente.

Gráfico 9: balance comercial y remisión neta de rentas. América Latina. Millones de dólares.



En tercer término, entre las falencias del sistema monetario internacional que afectan a los países periféricos descritas en el capítulo tres, se puntualiza también que los recursos (divisas), en términos netos, fluyen desde la periferia hacia el centro. Es decir, se distribuyen de forma regresiva. Este problema tampoco es ajeno a la fragilidad financiera.

Una de las circunstancias que da impulso al ciclo en el que los fondos de inversión compran activos financieros en la periferia es el diferencial de tasas de interés respecto al centro, operatoria que se conoce como *carry trade*. Las tasas de interés más altas en la periferia movilizan capitales desde el centro, por lo que son claves para la aparición de la fragilidad financiera en el terreno internacional.

Por otro lado, la carga de intereses del endeudamiento externo público y privado incrementa los pagos del *cash flow* de un país (su balance de pagos), incrementando el perfil de riesgo en los términos de Minsky. En otras palabras, la transferencia de recursos resulta significativa a la fragilidad financiera, tanto porque impulsa el inicio (y el fin) del ciclo, como por su aporte a engrosar los pagos del *cash flow*. La transferencia neta de recursos desde la periferia al centro es inherente al enfoque de Minsky.

El cuarto término a considerar en el vínculo entre el sistema monetario internacional y la “fragilidad financiera” son los problemas en la coordinación de políticas entre países,

de acuerdo a lo analizado en la sección 3.4. Minsky (1993) consideraba que la mayor participación de cada uno de los estados nacionales en garantizar que el sistema financiero no termine como en el período 1929-1933 resultó en una disminución de la vulnerabilidad a la baja de los flujos de rentabilidad agregados.

La intervención del estado puede ser exitosa en dos sentidos. El alcance de una crisis y la posibilidad de que se produzca el proceso de deflación de deudas dependen, por un lado, de lo acertado de la intervención del banco central como prestamista de última instancia y, por el otro, de que el déficit público estabilice las rentabilidades. La primera forma de intervención apunta a refinanciar deudas a tasas favorables, disminuyendo la carga de los intereses en los flujos de caja y proveyendo liquidez para que una unidad especulativa no se convierta en Ponzi. La segunda forma tiene por objeto mejorar los ingresos de caja de una unidad mediante una mayor demanda agregada (Wolfson, 2002; Ramos, 2014).

Pero los resultados parcialmente favorables que Minsky observó a nivel nacional en favor de la intervención estatal (principalmente en el caso de los países centrales) no tuvieron su correlato a nivel internacional. Bajo los acuerdos de Bretton Woods, el FMI debía llevar a cabo el rol de prestamista de última instancia para aportar liquidez en moneda dura al momento de la crisis. Más allá de las dificultades por la escasez de fondeo, cumplió dicha función en el mencionado período coordinando las políticas económicas. Pero con la liberalización de los movimientos de capitales, el rol del FMI en las crisis que atravesó la periferia apuntó a la aplicación de políticas que hundían la demanda agregada sin evitar el desequilibrio de cuenta corriente generado a través de los mercados de capital privados. En el caso de la crisis argentina, ni siquiera actuó como prestamista de última instancia. Tampoco existe un tribunal de justicia encargado de arbitrar entre acreedores y deudores en las reestructuraciones de deuda soberana.

El problema de la falta de coordinación de políticas da cuenta de la ausencia de una arquitectura financiera internacional (AFI) que pueda cumplir en el ámbito internacional las funciones que desempeña un estado hacia adentro de un país. En ese sentido, la regulación y supervisión financiera internacional podrían dificultar la formación de unidades Ponzi, además de crear un marco normativo para el funcionamiento de un prestamista de última instancia dotado de recursos suficientes.

Sin embargo, una potencial reforma de la AFI no necesariamente contempla que los problemas del sistema monetario internacional incluyen (como fuera analizado

oportunamente) no solo la desregulación financiera de los mercados internacionales de capital, sino también la política económica de los países centrales, la asimetría monetaria internacional y el ajuste recesivo de los desequilibrios de balance de pagos. Por otro lado, bajo una configuración hegemónica y con países centrales alentando la desregulación, los intentos de modificar la arquitectura financiera internacional pecan de teóricos. En los hechos, actores claves como las calificadoras de riesgo, los *hedge funds* o las guardidas fiscales quedaron mayormente al margen de las medidas concretas propuestas desde el G20.

La postura de Minsky de que un estado que sostenga la demanda agregada ayuda a debilitar los procesos de deflación de deuda colisiona con el pensamiento neoliberal dominante en los estados centrales. Tras la crisis Subprime, los acuerdos entre los países centrales sobre el impulso estatal apuntaron a la compra de “activos financieros tóxicos” por parte, entre otros, de la Reserva Federal de los Estados Unidos y el Banco Central Europeo. Es decir, lejos de las ideas de Keynes, se optó por una política monetaria sumamente expansiva, en desmedro de la política fiscal.

“Si una baja de esta [la tasa de interés] fuera capaz de proveer un remedio efectivo por sí misma, cabría alcanzar la recuperación sin el transcurso de algún intervalo considerable de tiempo y por medios más o menos bajo el control de la autoridad monetaria. Pero, de hecho, esto no suele ocurrir, y no es tan fácil resucitar la eficiencia marginal del capital estando, como está, determinada por la indirigible y desobediente psicología del mundo de los negocios” (Keynes, 1936).

Por otro lado, a partir de la crisis en el sudeste asiático iniciada en 1997, los países periféricos comenzaron a acumular reservas internacionales como una forma de seguro frente a los problemas que generaba la intervención del FMI: lentitud en liberar los fondos, imposición de condicionalidades que profundizaron la crisis y de reformas estructurales como la desregulación financiera que dieron origen a las propias crisis, y la imposibilidad de aplicar políticas contra cíclicas.

En síntesis, la fragilidad financiera en el espacio internacional está vinculada a los problemas que presenta el sistema monetario internacional. La forma en que se genera la liquidez internacional, el ajuste y el financiamiento de los balances de pagos, el flujo regresivo de recursos, así como la coordinación internacional de políticas económicas son claves para explicar a la “fragilidad financiera” en la periferia.

La evidencia empírica es extensa en reconocer a la desregulación financiera como un factor clave para explicar a las numerosas crisis financieras y de balance de pagos sucedidas con posterioridad a la caída de los Acuerdos de Bretton Woods. La teoría de la fragilidad financiera de Minsky llevada al plano internacional explica dichas crisis. Lo que se expone en este trabajo es que son los múltiples aspectos que enmarcan el funcionamiento del sistema monetario internacional a partir de la Globalización Financiera los que resultan gravitantes para explicar la “fragilidad financiera” en la periferia.

		Fragilidad Financiera Internacional
Problemas del Sistema Monetario Internacional	Liquidez internacional volátil y asimétrica	<ul style="list-style-type: none"> > La abundancia y escasez de liquidez internacional dan inicio y fin, respectivamente, a los ciclos de fragilidad financiera en la periferia. > La asimetría monetaria conlleva que la búsqueda de financiamiento provenga de fondos del centro y/o que la deuda esté denominada en divisas. > En la reversión del proceso de fragilidad financiera, los capitales “vuelan a la calidad” en el centro.
	Desequilibrio de las cuentas corrientes con ajuste para los países deficitarios y periféricos	<ul style="list-style-type: none"> > Los países evitan ajustar sus cuentas corrientes por un período de tiempo sostenido mediante el financiamiento proveniente de flujos financieros privados que construyen la fragilidad financiera. > El ajuste de los países deficitarios y periféricos en un contexto de crisis de balance de pagos es complejo, ya que el gobierno, en un contexto de fragilidad financiera, tiene escaso control sobre muchas de las variables de la cuenta corriente.
	Distribución de recursos regresiva	<ul style="list-style-type: none"> > Los rendimientos más altos de los activos financieros de la periferia o diferencial de tasas (producto de la asimetría monetaria) son los que impulsan el <i>carry trade</i>. > Las tasas de interés más altas que paga un país periférico aportan al total de los pagos del <i>cash flow</i> y contribuyen a generar un perfil Ponzi.
	Coordinación de políticas económicas	<ul style="list-style-type: none"> > La AFI no funciona como banco central internacional ni sostiene la demanda, ambos roles que el estado puede cumplir a nivel doméstico para frenar las crisis por fragilidad financiera y su propagación.

4.2 La restricción externa

La restricción externa y la fragilidad financiera: dos dificultades alternativas.

De acuerdo a lo analizado en la sección anterior, los problemas del sistema monetario internacional tratados en el capítulo tres son gravitantes en el origen de la fragilidad financiera en los países periféricos. Ante un “evento sorpresa recurrente”, esta situación implica también el potencial estallido de una crisis financiera, de balance de pagos y/o de deuda.

La fragilidad financiera es ciertamente un problema para el desarrollo económico de la periferia. La volatilidad monetaria y cambiaria conlleva mayores riesgos, por lo que limita la inversión de largo plazo, en tanto que las crisis constituyen una destrucción de empleo y del tejido productivo, y sus efectos pueden permanecer una vez superada la crisis (fenómeno conocido como “histéresis”).

La desilusión [en una crisis] viene porque de repente surgen dudas en relación con la confianza que puede tenerse en el rendimiento probable, quizás porque la actual muestra señales de baja a medida que las existencias de bienes durables de reciente producción aumentan en forma sostenida (Keynes, 1936).

Las crisis desplazan la trayectoria de crecimiento, por lo que tras un episodio de este tipo, no necesariamente se vuelve a las tasas de crecimiento previas. Es por eso también que la literatura post keynesiana considera que la política económica debería generar estabilidad macroeconómica para reducir la incertidumbre que es intrínseca a la empresa (Fritz, Prates y De Paula, 2014).

Sin embargo, los problemas en el sector externo de un país periférico tienen un alcance mayor que el definido únicamente por la fragilidad financiera. Por eso, en esta sección se propone ampliar la perspectiva de análisis desde la fragilidad financiera a la “restricción externa”. En ambos casos, el objetivo consiste en reflejar los efectos del sistema monetario internacional sobre la vulnerabilidad externa de los países periféricos. Pero se trata de dos problemas distintos. Mientras la fragilidad financiera se enfoca en la inestabilidad de un esquema financiero especulativo y el posterior estallido de una crisis financiera y de balance de pagos, la restricción externa se presenta cuando el nivel de actividad que permitiría acercarse al pleno empleo de los recursos y

desarrollar la estructura productiva de una economía periférica es mayor que aquel compatible con su capacidad de generar divisas.

Bajo una coyuntura de cuantiosa liquidez internacional y auge de un ciclo “minskyano” en un país periférico, el fenómeno de la restricción externa puede pasar desapercibido o no evidenciarse en una escasez inmediata de divisas. Por el contrario, en una coyuntura de escasa liquidez internacional y estallido de burbujas especulativas, la escasez de divisas resulta notoria y deviene en crisis. Pues bien, la restricción externa no empieza con la crisis financiera y de balance de pagos, ni tampoco termina con la abundancia de liquidez internacional. Se trata de un tema estructural de la economía y no cíclico. Es en el acumulado de los períodos donde se evidencia que el volumen de divisas necesario para el equilibrio del sector externo no es acorde al que requiere el desarrollo económico y productivo.

En otras palabras, ambos temas (fragilidad financiera internacional y restricción externa) se entremezclan: la estampida al final del ciclo de fragilidad financiera en la que se produce una salida explosiva de capitales genera una situación de escasez de divisas. Pero la restricción externa explica que existe una escasez crónica de las divisas necesarias para el desarrollo económico. Los ciclos especulativos van en paralelo con una salida estructural neta de divisas que se acumula período tras período, más allá de que en algunos períodos de abundancia de liquidez internacional se revierta parcialmente la tendencia. Al momento en que detona una crisis financiera, pareciera que la restricción externa fue ocasionada únicamente por la abrupta salida de capitales generada por la propia crisis, pero la restricción externa tiene una dinámica propia.

Una economía con problemas de sustentabilidad externa de largo plazo tiende a crecer a un ritmo menor de lo que podría hacerlo si no operara la restricción externa. La ejecución de devaluaciones recesivas y/o de políticas fiscales y monetarias contractivas que ralenticen el crecimiento de la demanda agregada puede funcionar como una forma de esconder la restricción externa. En vez de crecer para luego encontrar un problema de escasez de divisas, se elige no crecer (o crecer menos), y el problema no se visualiza.

Por otro lado, en un país con restricción externa, podría aparecer una crisis de balance de pagos producto de la fragilidad financiera, como no. Esto depende de la estructura de vencimientos de los pasivos externos, la volatilidad macroeconómica y la tenencia de reservas internacionales, entre otras cosas.

En efecto, hay una cierta autonomía entre los problemas de sustentabilidad externa a largo plazo y de liquidez de corto plazo, a pesar de que ambos están vinculados (Medeiros y Serrano, 2006). Al primer problema, se lo puede asociar con la restricción externa, en tanto implica que la tasa de crecimiento debe ser restringida para que sea compatible con la capacidad estructural de generar divisas. En cambio, el segundo problema es el de la fragilidad financiera, que puede ocasionar una crisis cuando la liquidez internacional se vuelve escasa. La restricción externa puede estar mediada o no por una crisis de balance de pagos. Por ejemplo, un país que carece de las divisas necesarias para llevar adelante un proceso de desarrollo productivo puede ser macroeconómicamente estable, porque sus ratios de deuda son bajos y la estructura de dicha deuda es acorde a las expectativas sobre la evolución de su balance de pagos.

La restricción externa. De la comercial a la financiera.

Como se explicó en el capítulo uno, quien dio el puntapié inicial para comprender que un ajuste fiscal es distinto a un ajuste externo fue Keynes (1929) en el marco de las reparaciones impuestas a Alemania luego de la Primera Guerra Mundial. En el período conocido en la Argentina como de “industrialización por sustitución de importaciones” (ISI), que abarca desde 1930 hasta 1976, el crecimiento de la industria dependía de la importación de bienes de capital e insumos intermedios. Pero las divisas necesarias para financiar dichas importaciones provenían de las exportaciones del sector agropecuario, cuya oferta crece de forma lenta en relación a la expansión de la industria destinada únicamente al mercado interno (Schorr y Wainer, 2014; Diamand y Crovetto, 1988).

Diamand (1973) denominó a esta realidad económica una “estructura productiva desequilibrada” (EPD): se trata de una estructura productiva compuesta de dos sectores con niveles de precios diferentes. Por un lado, el sector primario, que trabaja a precios internacionales y, por el otro, el sector industrial, que trabaja a un nivel de costos y precios considerablemente superior al internacional.

El alto nivel de precios industriales que caracteriza a la estructura productiva desequilibrada impide que la industria exporte. A diferencia de lo que sucede en los países industriales, en los cuales la industria autofinancia las necesidades de divisas que plantea su desarrollo, el sector industrial argentino no contribuye a la obtención de las divisas que necesita para su crecimiento. Su abastecimiento queda siempre a cargo del

sector agropecuario, limitado este último por la falta de una producción mayor y/o por problemas de la demanda mundial (Diamand, 1973).

Habiendo en las EPD dos sectores con productividades distintas, el tipo de cambio no puede reflejar al mismo tiempo a ambas. En el caso argentino, como el tipo de cambio se sitúa habitualmente al nivel que corresponde al sector agropecuario (de una productividad más alta que la industrial), la industria no es competitiva internacionalmente. Lo relevante de una EPD es que la productividad industrial es baja en relación al sector primario, independientemente de que también pueda serlo en términos absolutos o en relación a otros países (Diamand y Crovetto, 1988).

Los múltiples autores citados hasta aquí sobre el tema de la restricción externa ponen el foco en que el sector agropecuario genera las divisas para proveer al sector industrial. Pero este último sector es el que impulsa el crecimiento de la economía. Cuando las divisas disponibles no son suficientes para sostener dicho crecimiento, se detiene el proceso. Por lo tanto, sería el balance comercial de bienes el que determina la disponibilidad de divisas para continuar o no con el proceso de crecimiento económico.

Sin embargo, como se observa en el gráfico, en el periodo de la Globalización Financiera no existe una correlación de signo positivo entre el resultado del balance comercial de bienes y la variación de las reservas en América Latina. De hecho, de existir alguna correlación, la misma es negativa y (en principio) anti-intuitiva: cuando empeora el balance comercial de bienes, aumentan las reservas, y viceversa. Esto no significa descartar la existencia y relevancia de una EPD, pero sí que dicha estructura no es la única determinante de la restricción externa. La escasez de divisas tiene otros orígenes por fuera del balance comercial de bienes.

comercial del balance de pagos⁵. A partir de entonces y luego profundizándose en la década de 1990, la RE operó por canales financieros en detrimento del intercambio de bienes. Esto da cuenta de la mayor importancia relativa de los flujos financieros y no de una mejora en la EPD que continuó siendo gravitante (López y Sevilla, 2010; Amico, Fiorito y Zelada, 2012; Schorr y Wainer, 2014)⁶.

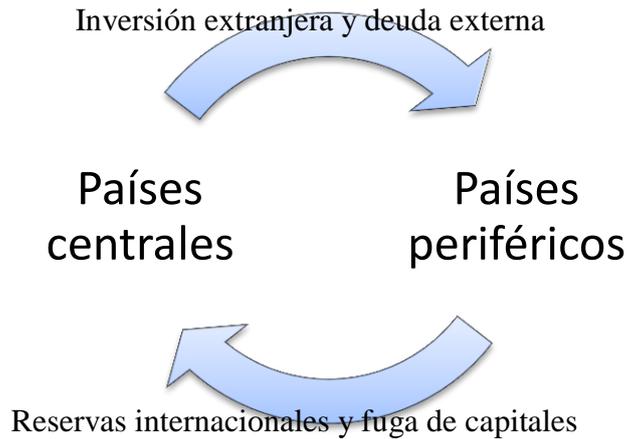
El sistema monetario internacional y la restricción externa

Hay múltiples mecanismos concretos por los cuales la restricción externa operaría por el lado monetario. De forma exploratoria y no taxativa, se enumeran algunos de ellos: la acumulación de reservas internacionales, la fuga de capitales, el endeudamiento externo y las inversiones extranjeras. Mediante el primer y el segundo mecanismo, los países periféricos acumulan activos externos, mientras que con el tercer y cuarto mecanismo, los países periféricos acumulan pasivos u obligaciones con el exterior.

Las características y problemáticas del sistema monetario internacional tratadas en el capítulo 3 impulsan a que los países periféricos acumulen activos externos mediante los dos primeros mecanismos, al tiempo que suman pasivos y obligaciones con el exterior mediante los dos últimos. Como se evaluará, la asimetría monetaria en el marco de la Globalización Financiera impulsa un tipo de acumulación de activos externos para los países periféricos y otro distinto para los países centrales.

⁵ La incidencia del balance comercial de bienes como determinante de la restricción externa argentina es cuestionable incluso antes de la década de 1970, como por ejemplo lo hace Burachik (2015). Sin embargo, menos cuestionable es que a partir de dicha década su incidencia sobre el balance de pagos es aún menor.

⁶ Excede a esta tesis vincular a las restricciones productivas con las monetarias. Lo monetario es también la contracara de los temas vinculados a lo productivo: las cadenas globales de valor, los términos de intercambio, el aporte de la investigación y el desarrollo, las economías de escala y alcance tienen variadas aristas monetarias.



La acumulación de activos y pasivos externos a través de las modalidades mencionadas redundan en salidas de divisas bajo dos situaciones distintas: la primera es que la acumulación de activos externos por parte de un país periférico sea mayor que la acumulación de pasivos externos; la segunda es consecuencia de la diferencia entre la remuneración que se obtiene por los activos externos y la que se paga por los pasivos externos.

Este es un problema similar al que había expresado el presidente francés Charles de Gaulle en la década de 1960, conocido como “privilegio exorbitante”. Según dicho privilegio, Estados Unidos financiaba sus déficits de balance de pagos emitiendo dólares sin respaldo en oro. Del lado estadounidense, Kindleberger argumentaba que los bancos centrales europeos no atesoraban dólares en efectivo, sino que mantenían sus reservas en bonos líquidos emitidos por el Tesoro estadounidense. De esta manera, Estados Unidos funcionaba como un banco comercial del mundo: prestaba a largo plazo y tomaba depósitos a corto plazo, obteniendo como beneficio un diferencial entre ambas tasas por ese servicio (Serrano, 2003).

Los activos financieros en manos de los países periféricos

La acumulación de reservas internacionales y la fuga de capitales son fenómenos análogos. En el primer caso, es el sector público en forma directa o a través del banco central el que acumula activos externos, mientras que en el segundo caso son los residentes del sector privado los que lo hacen.

En principio, la acumulación de reservas y la fuga de capitales parecieran ser procesos opuestos. La fuga de capitales se produce generalmente cuando el sector privado adquiere moneda extranjera en poder del banco central, o que el banco central podría

comprar si no existiera la fuga; es decir, el sector privado compra activos que de otra manera los hubiera podido adquirir o retener el banco central.

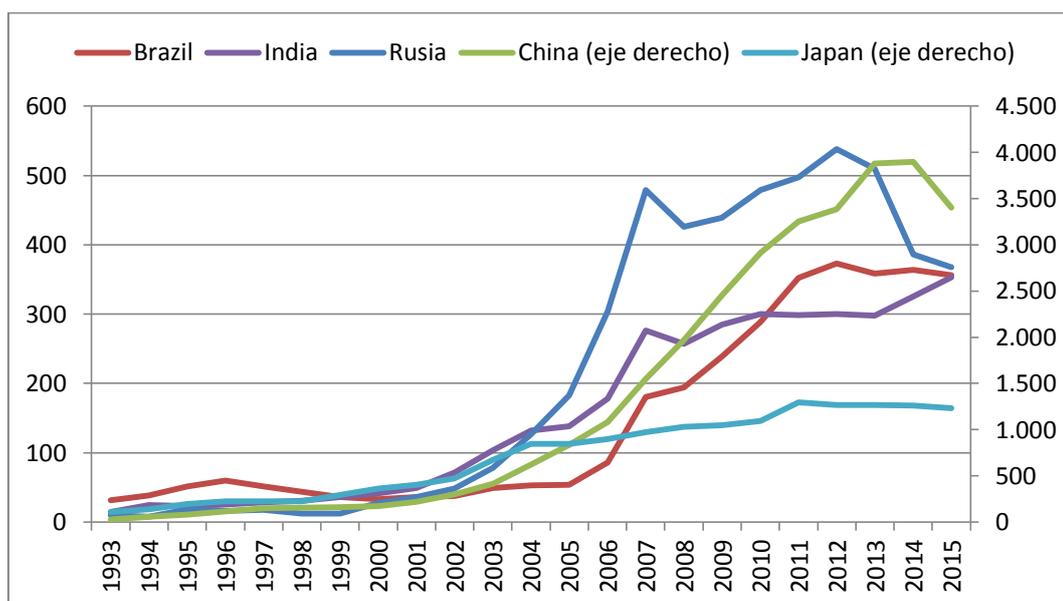
Como el banco central no puede administrar el tipo de cambio sin reservas, el proceso de fuga podría resultar en una crisis cambiaria, de balance de pagos y/o de deuda. Por lo tanto, se considera que la acumulación de reservas internacionales favorece la estabilidad monetaria y financiera de un país frente a una situación de fragilidad financiera. En cambio, la fuga de capitales deteriora la estabilidad económica. Serían mecanismos opuestos.

Sin embargo, la acumulación de reservas internacionales y la fuga de capitales constituyen en ambos casos un proceso de acumulación de activos externos. El primero es llevado adelante por el sector público (a través del banco central) y el segundo por el sector privado. Si bien la acumulación de reservas y la fuga de capitales cumplen funciones opuestas en relación a la fragilidad financiera, en términos de posición acreedora del país frente al resto del mundo, ambos procesos son similares.

La acumulación de reservas internacionales

Hacia fines de la década de 1990, muchos países periféricos comenzaron con un proceso inédito de acumulación de reservas internacionales. El total de reservas internacionales creció más de siete veces entre 1993 y 2015, siendo los países periféricos los que explicaron principalmente dicho crecimiento. Si bien en líneas generales el aumento de las reservas se explica por el superávit de cuenta corriente periférico, entre regiones y hacia dentro de las regiones, existen diferencias substanciales de cómo se lograron acumular las reservas: saldos positivos en la cuenta corriente y/o en la cuenta capital (Griffith Jones y Ocampo, 2008).

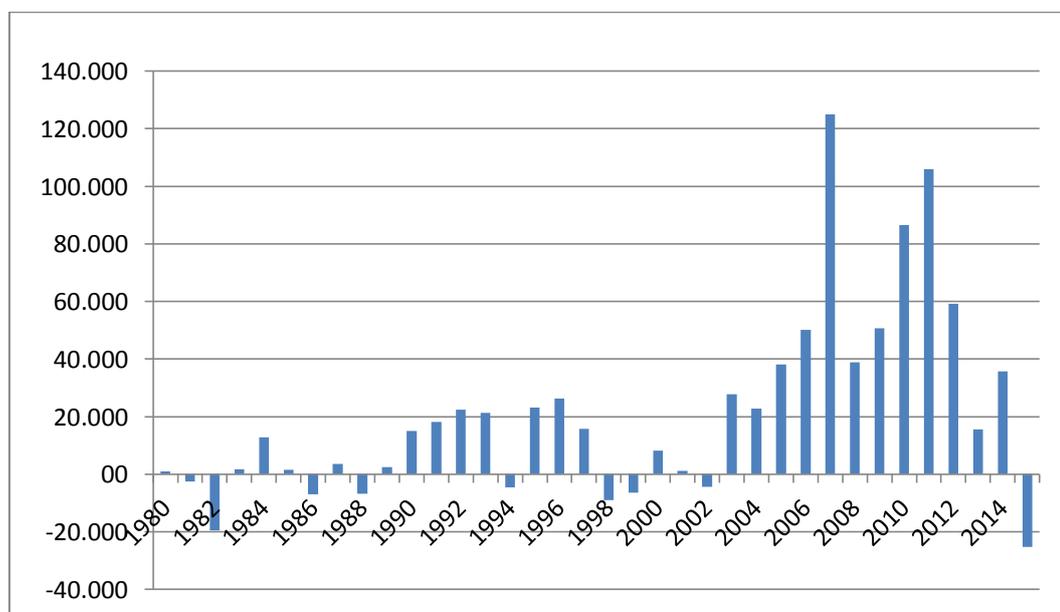
Gráfico 11: stock reservas internacionales incluyendo oro. Dólares corrientes. Miles de millones.



Fuente: elaboración propia en base a FMI

Existen dos explicaciones para el proceso de acumulación de reservas internacionales que no son excluyentes entre sí. La primera deviene como una consecuencia (buscada o no) del resultado positivo del balance de pagos. En cambio, la segunda surge como una estrategia de “auto seguro” para protegerse de la fragilidad financiera y sus potenciales crisis.

Gráfico 12: Diferencia interanual de reservas internacionales. América Latina. Millones de dólares.



Fuente: elaboración propia en base Cepal

A su turno, dentro de la primera explicación, aparecen también dos situaciones. Por un lado, la de los países del sudeste asiático que para impulsar la demanda a través de sus

exportaciones de bienes manufacturados, mantuvieron un tipo de cambio elevado mediante la intervención compradora de sus bancos centrales. Es decir, se trataría de una estrategia de crecimiento económico tirado por las exportaciones. Este motivo para la acumulación de reservas está vinculado a la competitividad de estos países. Por eso, Griffith Jones y Ocampo (2008) lo denominan “superávit estructural o resistente”.

Por otro lado, los países periféricos exportadores de materias primas se beneficiaron con la mejora de los términos de intercambio en la primera década del actual siglo (Palley, 2011). Para Griffith Jones y Ocampo (2008), se trataría de una sustitución de activos vinculados a un recurso natural ilíquido⁷ (por ejemplo, petróleo debajo de la tierra) por reservas internacionales más líquidas. Es por eso que denominan a este motivo para la acumulación de reservas como “sustitución de riqueza”.

También, vinculado a este último caso, aparece el motivo “contracíclico”, ya que la volatilidad de los precios de los *commodities* que exporta parte de la periferia puede apreciar el tipo de cambio (de forma nominal o real) durante el auge y generar el efecto contrario durante la caída. En consecuencia, para suavizar la volatilidad cambiaria, en el período de auge se puede elegir acumular reservas y evitar así la apreciación nominal del tipo de cambio (Griffith Jones y Ocampo, 2008).

En todos los casos, siempre que no se aplicaran controles al ingreso de capitales, hubo en paralelo un significativo ingreso financiero gracias a la abundancia de liquidez en los países centrales durante gran parte de la primera década del siglo XXI. Dicho ingreso implica un aumento equivalente de activos y pasivos externos. Griffith Jones y Ocampo (2008) asocian los ingresos por la cuenta capital al motivo “auto aseguro”. No obstante, estos mismos autores dan cuenta de la paradoja de que ciertos países acumulan reservas internacionales para poder tener una cuenta capital abierta. Es decir, en vez de utilizar el capital que ingresa (que muchas veces es especulativo y de corto plazo) para desarrollar la estructura productiva y la capacidad exportadora, lo retienen para conformar un fondo de reservas que evite una crisis cuyo origen sería el propio movimiento de capitales. Se preguntan entonces si no sería más lógico restringir los flujos financieros internacionales en primera instancia.

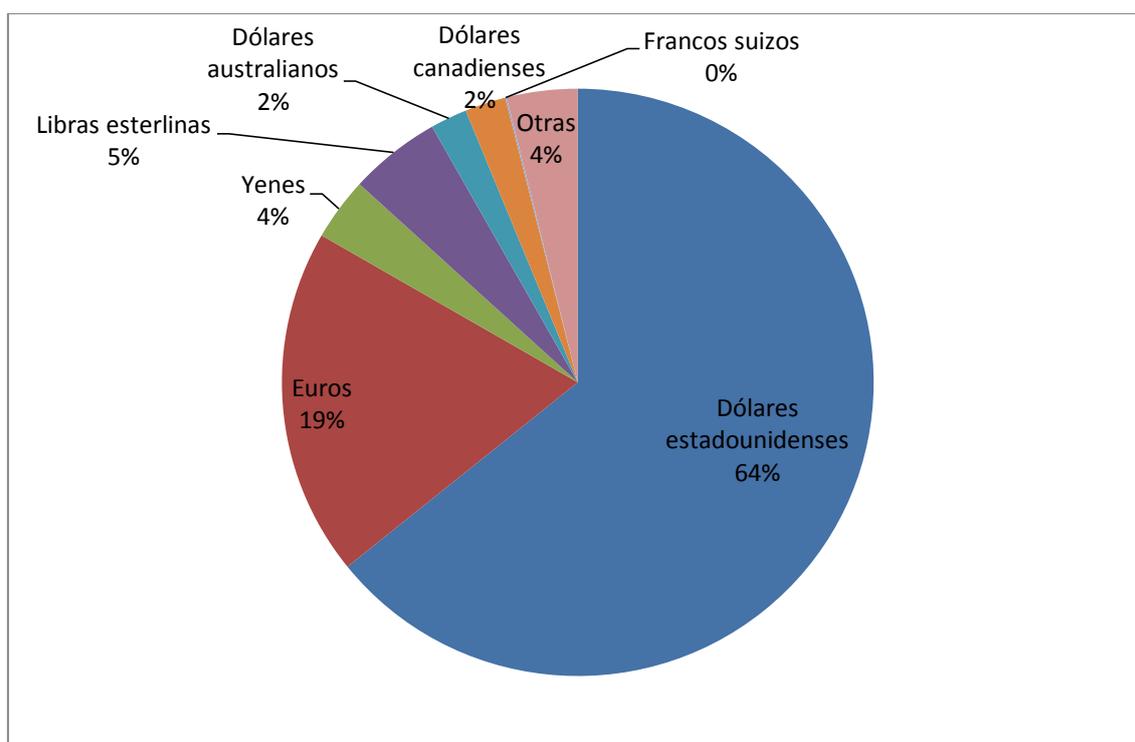
⁷ En principio, se trataría de un bien primario no renovable. No obstante, debe tenerse en cuenta que incluso cuando se trata de bienes primarios renovables, pueden producir daños irreparables sobre los suelos y sobre las condiciones ambientales.

Ciertamente, la acumulación de reservas no fue solo la consecuencia colateral de una política comercial o de un contexto internacional favorable a los países exportadores de materias primas. También fue una estrategia deliberada por parte de muchos países periféricos, que tras las numerosas crisis de balance de pagos que tuvieron lugar en las décadas de 1980 y 1990, se encontraron vulnerables a episodios de abruptas salidas de capitales. Esa demanda de autoprotección fue el resultado de los fuertes movimientos pro-cíclicos de capitales y del comercio internacional, así como la ausencia de un seguro colectivo adecuado para hacer frente a las crisis de balance de pagos (Ocampo, 2009).

Sin embargo, el motivo “auto seguro” no necesariamente debería estar vinculado a ingresos previos por la cuenta capital, ya que un país desendeudado podría sufrir la fuga de capitales de los propios residentes. En otras palabras, una salida de capitales no está obligatoriamente asociada a un ingreso de capitales previo. En cambio, una mayor desregulación financiera (menores controles a los flujos financieros internacionales) sí requiere un nivel de reservas internacionales acorde para cubrir una potencial salida al estallar una crisis, sobre todo si los pasivos son de corto plazo.

La acumulación de reservas internacionales significa invertir los recursos de un país periférico en activos líquidos denominados en divisas y emitidos en un país central. El rendimiento de dichos activos es bajo porque son líquidos, de corto plazo y seguros. Su seguridad radica en que el emisor del activo denominado, por ejemplo, en dólares es también el emisor de los dólares (o cuenta con el respaldo de dicho emisor), por lo que no tendría riesgo de *default*. En otras palabras, el país periférico está financiando a un país central a una tasa baja, un fenómeno opuesto al previsto por el neoliberalismo, de acuerdo al cual el capital fluye desde donde su productividad marginal es menor hacia donde es mayor, según se explicó en el capítulo 3.

Gráfico 13: composición por moneda de las reservas internacionales de los países emergentes y en desarrollo. Año 2015.



Fuente: elaboración propia en base al FMI

Es posible encontrar múltiples rastros del sistema monetario internacional en esta acumulación de reservas en los países periféricos. En primer lugar, como se estudió en la sección 4.1, la fragilidad financiera es consecuencia (al menos en parte) de los problemas del sistema monetario internacional tratados en el capítulo 3. A su turno, el atesoramiento de reservas internacionales tiene como objeto impedir que la fragilidad financiera devenga en una crisis de balance de pagos. Por lo tanto, de forma transitiva, serían las falencias del sistema monetario internacional las que conducen a que los países periféricos acumulen reservas.

En otras palabras, el ajuste de la cuenta corriente de un país deficitario y periférico se produce mediante una salida abrupta de capitales (o el freno a su ingreso) tras una situación de fragilidad financiera. Dichos países cuentan con menor capacidad para hacer política contracíclica (porque su moneda es periférica), y no existe a nivel internacional un prestamista de última instancia que regule los desequilibrios y rescate a los países con problemas externos (función que podría cumplir, por ejemplo, el FMI). Para evitar esta situación y prevenir una crisis, los países periféricos pueden elegir acumular reservas internacionales.

En segundo lugar, de acuerdo a lo analizado en la sección 3.2, el país hegemón (y en menor medida el resto de los países centrales si así lo quisieran) no están obligados a ajustar su cuenta corriente deficitaria. Este es el caso de los Estados Unidos cuyo déficit por este concepto es crónico. Complementariamente, los países del sudeste asiático sostienen su crecimiento tirado por la demanda de exportaciones a través del cual mantienen superávits también crónicos o estructurales. Este desequilibrio, conocido como “desbalances globales” (descrito en la sección 3.2), explica también la acumulación de reservas internacionales por parte de los países superavitarios.

Además, la volatilidad de la liquidez internacional explicada en la sección 3.1 da cuenta de los vaivenes en el precio de los *commodities* exportados por algunos de los países periféricos. La acumulación de reservas internacionales es una clara consecuencia de dicha volatilidad. A los fines de estabilizar el tipo de cambio, los bancos centrales de los países considerados compran divisas cuando mejoran sus términos de intercambio.

La fuga de capitales

Como se mencionó con anterioridad, la fuga de capitales es también una forma de acumular activos externos. En este caso y a diferencia de la acumulación de reservas internacionales, la propiedad de dichos activos corresponde a residentes del sector privado. Existen tres conjuntos de definiciones de fuga de capitales: un primer conjunto que asocia la fuga a toda salida de capitales que en caso de haberse invertido localmente hubieran logrado una rentabilidad mayor. Tiende a vincular la fuga con períodos de elevada incertidumbre como resultado de turbulencias en el sistema político o crisis económica y financiera; un segundo conjunto que distingue entre salidas de capitales “normales” y “anormales”, y solo estas últimas se consideran fuga porque están motivadas en la incertidumbre política y económica; un tercer conjunto que asocia la fuga de capitales a la salida de recursos provenientes de actividades ilegales (Kulfas, 2005).

A los fines de este trabajo, la fuga de capitales representa la tenencia de activos externos financieros por parte de los residentes de una economía. Si bien dichos activos externos pueden ser también fijos (inversiones directas, incluyendo la transnacionalización de empresas locales), a los fines de definir fuga de capitales, se focaliza sobre los activos externos financieros: tenencia de bonos y acciones emitidos en el exterior, depósitos en bancos en el exterior, tenencia de divisas, etcétera (Kulfas, 2005).

En este trabajo, tampoco se asocia la fuga de capitales exclusivamente a la salida de recursos en momentos de crisis de balance de pagos como las descritas en la sección 4.1. Es decir, la fuga de capitales abarca las salidas de recursos propios de las crisis características de un ciclo *minskyano*, pero también aquellas que tiene lugar en períodos exentos de turbulencias financieras y/o cambiarias. La legalidad o no de las operaciones que originan la fuga o mediante las que se canaliza la fuga tampoco es lo que define la fuga de capitales bajo este enfoque.

Al respecto, existen distintos canales y medios para la fuga. Algunos de ellos son: el comercio exterior a través de la subfacturación de exportaciones o la sobrefacturación de importaciones; la utilización de “paraísos fiscales” que se caracterizan por la escasa o nula tributación, regulación financiera y una estructura jurídica que permite mantener el secreto frente a los pedidos de información requerida por otros estados soberanos; operaciones financieras con títulos; operaciones intra-firma; o de forma transparente mediante la compra de divisas de libre disponibilidad en el mercado de cambios.

En particular, la fuga de capitales en la Argentina podría estar asociada a su estructura productiva desequilibrada descrita anteriormente. Médici y Panigo (2014) sostienen que una parte de la renta proveniente del sector primario exportador en la Argentina no se reinvierte en el mismo sector, no se reinvierte en otro sector real doméstico, tampoco en activos financieros domésticos y, por lo tanto, se destinan a la fuga de capitales.

Una de las características de la fuga de capitales es que se acumula en activos financieros externos (en general líquidos) denominados en moneda dura. Como por lo general se ocultan en regiones o países denominados “guaridas fiscales” de baja o nula tributación, no están declarados en el país de origen de los fondos. Por lo tanto, la remuneración de dichos activos externos (si la hubiera), se suele capitalizar o consumir en el exterior y no fluyen al país de origen, aunque tampoco se puede descartar su consumo en el país (Kulfas, 2005).

Ahora bien, los vínculos entre el sistema monetario internacional y la fuga de capitales tienen múltiples aristas. En primer lugar, la asimetría monetaria internacional explica que los residentes de un país periférico prefieran atesorar activos financieros denominados en una moneda dura. Ante una situación de crisis o inestabilidad, los términos “l” y “a” de la ecuación presentada en la sección 3.1 propician la adquisición de activos en moneda extranjera. Dada la volatilidad que caracteriza a la liquidez internacional y los ciclos que atraviesan en consecuencia los países periféricos, la

adquisición de activos financieros emitidos en un país central tiene por objeto el resguardo de valor y preferencia por la liquidez (en moneda dura).

En segundo lugar y a partir de la Globalización Financiera, la liquidez privada global, la flexibilización de los regímenes cambiarios y los organismos multilaterales de crédito de la AFI impulsaron la liberalización de la cuenta capital. Esto es lo que permite la adquisición de activos financieros externos por parte de los residentes domésticos de los países periféricos. Como se describió en el capítulo anterior, el aumento de la liquidez internacional en el centro impulsa la desregulación financiera en la periferia.

En tercer lugar, la AFI bajo la coordinación del país hegemón favorece y protege a los paraísos o guaridas fiscales. "... los "paraísos" más importantes -los más opacos y de mayor significación económico-financiera- están "localizados" en territorios de naciones desarrolladas de la América del Norte y Europa (o controlados por ellas)." (Gaggero, Kupelian y Zelada, 2010). Si bien a partir de la crisis Subprime se acordó tomar medidas en contra de estas jurisdicciones, siguen representando una escapatoria a la regulación financiera internacional.

Por último, tanto la acumulación de reservas internacionales como la fuga de capitales financian de forma crónica el déficit de balance de pagos del país hegemón. El "privilegio exorbitante" señalado en la década de 1960 por De Gaulle se extendió a la cuenta corriente estadounidense y se financia mediante la adquisición de activos líquidos de corto plazo, no solo por parte de los bancos centrales de la periferia, sino también por actores privados de los países periféricos. Peries y Hudson (2016) observan que el dinero que se dirige a las guaridas fiscales no se queda allí, sino que sigue su camino hacia alguno de los grandes centros financieros internacionales. Este mecanismo ayudaría a sostener al dólar como moneda clave del sistema monetario internacional.

Los pasivos y obligaciones externos

Al mismo tiempo que los países periféricos atesoran activos externos en forma de reservas internacionales y fuga de capitales, también acumulan pasivos externos mediante deudas e inversiones extranjeras. Si bien dichos pasivos existían en el período en que estaban vigentes los acuerdos de Bretton Woods, su expansión se produjo a partir de la Globalización Financiera, cuando se liberaron los controles sobre los flujos financieros, aparecieron nuevos actores (como fondos de inversión y agencias

calificadoras de riesgo) y las empresas multinacionales modificaron la estrategia bajo la cual realizan sus inversiones.

Los pasivos externos de un país periférico tienen la particularidad de que en una primera instancia alivian la restricción externa, tal como se explicó anteriormente. No obstante, como señalan Diamand y Crovetto (1988), a pesar de que en un primer momento disimulan el problema de escasez de divisas, no es más que un paliativo que empeora el problema. El ingreso y egreso se produce a través de la cuenta capital, mientras que su remuneración (los intereses y utilidades y dividendos) forman parte de la cuenta corriente del balance de pagos.

El planteo de Domar sobre la sostenibilidad del ingreso de capitales es que si el ritmo al que crece el ingreso de fondos del exterior (sea como deuda o como inversión extranjera directa) es mayor que la tasa de rentabilidad aplicada a dicho ingreso de fondos, el flujo neto de divisas se mantendrá positivo (Abeles, Lavarello, y Montagu, 2013).

No obstante, señala Kregel (2008) que este planteo no es otra cosa que un esquema Ponzi. Nunca en la historia un esquema de este tipo logró ser exitoso y su resolución se produce mediante una crisis en el momento en que los mercados de capitales no están más dispuestos a seguir financiando e incrementando los pasivos del país periférico. La problemática es la de la fragilidad financiera, explicada oportunamente en la sección 4.1. La misma da cuenta justamente de una acumulación de pasivos externos de forma aparentemente ilimitada.

En términos prácticos de la balanza de pagos, no es lo mismo un ingreso que acumula pasivos externos que en algún momento serán reclamados como tales, que los egresos por la cuenta corriente que no generan obligación alguna hacia el futuro. Es decir, en este último caso, la salida de divisas no tiene compensación, ya que en términos contables sería una pérdida.

Por definición, la deuda externa tiene como acreedor a un no residente. Si bien la deuda externa de un país periférico no necesariamente es en moneda dura, son pocas las excepciones en que ambos adjetivos no coinciden: las deudas externas de los países periféricos están generalmente denominadas en la moneda emitida por un país central. Incluso, una parte de la deuda en manos de residentes también está denominada en alguna moneda dura. Por otro lado, la deuda externa puede ser pública o privada, de

acuerdo a si el deudor es el estado (nacional, provincial o municipal) o el sector privado, respectivamente.

A los fines de este trabajo, lo más relevante sería la denominación de la deuda. No obstante, en un contexto de libre movilidad de capitales (sin ningún tipo de administración de la cuenta capital), esto pasa a ser relativo. La residencia del acreedor no dice mucho: tanto un residente como un no residente pueden tener una cuenta en el extranjero donde cobran o fugan lo que perciben por su acreencias. Por otro lado, la denominación de la deuda tampoco lo dice todo: aun cuando la deuda esté denominada en moneda doméstica, puede provenir de inversiones de cartera que tras capitalizarse vuelven a cambiarse por divisas, por lo que tampoco es un indicador totalmente confiable.

Claro que hay diferencias: cuando la deuda está denominada en moneda doméstica y media una devaluación o se instalan controles de capitales, los acreedores podrían verse afectados porque se diluye la deuda o no resulta fácilmente convertible en divisas, respectivamente. Esto no sucedería con una deuda en moneda extranjera.

La distinción entre si la deuda denominada en moneda dura pertenece al sector público o privado tampoco es relevante, porque en ambos casos se deberá pagar la remuneración del capital y la amortización misma con divisas. Dichas divisas son las que resultan escasas para que la economía periférica importe los bienes necesarios para encarar un proyecto de desarrollo económico (el problema mismo de la restricción externa). En caso de que el banco central administre el tipo de cambio, un exceso de demanda de divisas (pública o privada) deberá ser cubierto por las reservas internacionales. Si no lo hiciera, se depreciaría el tipo de cambio, afectando el desempeño del mercado interno y convalidando la restricción externa, como se explicó con anterioridad.

Como se describió en la sección 4.1, una parte de la teoría distingue los pasivos externos entre los que provienen como inversión de cartera o deuda, de aquellos que se establecen como inversión extranjera directa. Entre los primeros, están los capitales de corto plazo (*hot money*) cuyo comportamiento es sumamente volátil, lo que fue analizado oportunamente. En cambio, los segundos se presumen como de más largo plazo, ya que se destinarían a la adquisición de empresas, bienes y/o instalaciones vinculados a la economía real. Es decir, resultaría más difícil desarmar la inversión.

Además, los intereses de las deudas externas en moneda dura deben ser necesariamente pagados en esa moneda, mientras que las utilidades de la inversión extranjera se obtienen en buena medida en moneda local, por lo que su magnitud se desvaloriza cuando el tipo de cambio se deprecia, y las autoridades pueden imponer restricciones temporarias a las transferencias de utilidades. Sumado a esto, una proporción de las utilidades de la inversión extranjera se reinvierte (Frenkel y Rapetti, 2011).

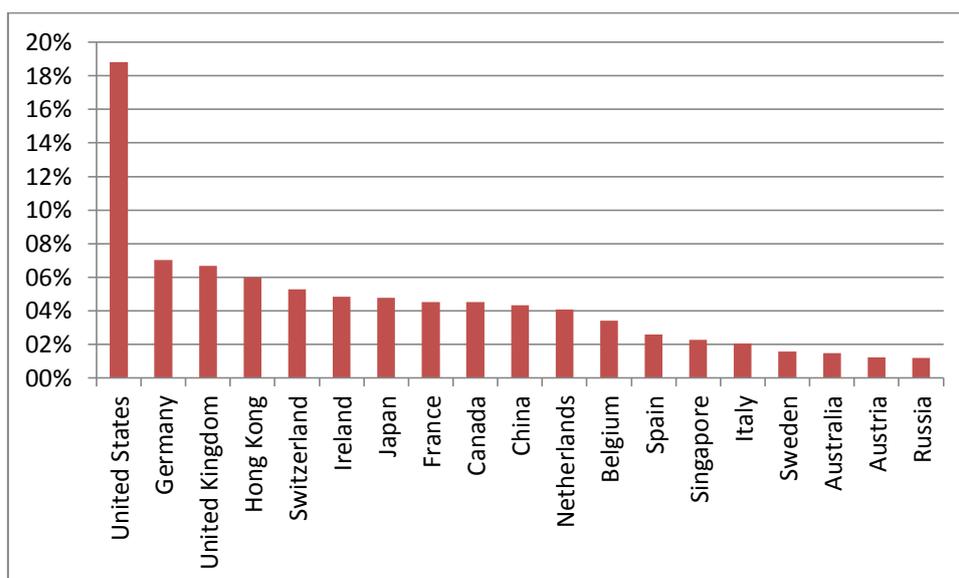
Por otro lado, dada la mayor volatilidad de las inversiones de cartera extranjeras respecto de la IED, emergió la idea de que estas últimas representaban el mejor pasivo externo para los países periféricos. No tienen una tasa de interés fija como las deudas, las utilidades están expuestas a que se diluyan por una depreciación cambiaria, pueden eventualmente restringirse y las inversiones en sí mismas no son volátiles (Amico, Fiorito, y Zelada, 2012).

Sin embargo, existen varias contrariedades en relación a esta preferencia por la IED. En primer lugar, la IED puede ser la compra de una empresa ya en funcionamiento (como la privatización de empresas públicas), por lo que se acota a reemplazar inversión doméstica por inversión extranjera. Además, la tasa de ganancia tiende a ser más alta que la tasa de interés, ya que el riesgo y el hundimiento de capital asociado a la inversión extranjera directa deben ser compensados (Kregel, 1996).

En el mismo sentido, se ignora que los inversores de los países centrales pueden fácilmente abandonar el control de una empresa gracias a las fusiones y adquisiciones, y a que las acciones se transan diariamente en los mercados financieros. Asimismo, las empresas que realizan IED pueden al mismo tiempo cubrirse en los mercados financieros con estrategias que encierran la misma volatilidad que una inversión de cartera.

Sumado a esto, la supuesta reinversión de utilidades podría destinarse a inversiones líquidas que generen una aglomeración de ganancias retenidas que pueden ser repatriadas sin dificultad (Kregel, 1996). Además de las utilidades, las empresas multinacionales pueden enviar fondos a sus casas matrices bajo conceptos como patentes, marca o licencias.

Gráfico 14: Principales emisores de inversión extranjera directa. Medido como porcentaje del total.



Fuente: elaboración propia en base a CIA World factbook

A esto hay que sumar que las empresas extranjeras que efectivamente se instalan como IED en una economía periférica suelen tener lazos muy fuertes con la casa matriz. Por lo tanto, tienden a importar bienes de capital e insumos intermedios de acuerdo a su estrategia de inserción internacional. Al respecto, los motivos de atracción de las empresas multinacionales de acuerdo a Dunning fueron mencionadas en la sección 3.1. No necesariamente dichos motivos impulsan el ahorro de divisas del país periférico, ya sea mediante la exportación o la sustitución de importaciones a través de la integración de empresas proveedoras locales. Por lo tanto, los efectos de la IED sobre la balanza comercial podrían también ser negativos.

Por otro lado, la acumulación de pasivos externos (sea como deuda o como inversión) tiende a apreciar el tipo de cambio del país periférico, lo que también tiene un impacto negativo sobre la balanza comercial. En cualquier caso, Bresser Pereira y Gala (2007) indican que el principal resultado del ingreso de ahorro externo es la sustitución de ahorro doméstico por ahorro externo.

En relación a la deuda externa, esta no surge únicamente como una consecuencia del financiamiento del déficit por cuenta corriente. La historia de América Latina da cuenta de que el endeudamiento externo es excesivo y no se explica únicamente por los problemas de la cuenta corriente (Medeiros, 2008).

La acumulación de deuda que no obedece a un déficit de la cuenta corriente se destina a la acumulación de reservas internacionales mediante ingresos por la cuenta capital,

motivo descrito en la sección anterior como de “auto seguro”; o se dirige a financiar un proceso de fuga de capitales por parte de residentes. En efecto, para el caso de la Argentina, por ejemplo, se encontró que el endeudamiento externo y la fuga de capitales formarían parte de un mismo fenómeno, ya que el primero de ellos operó como una masa de capital valorizable para los grupos económicos y las empresas trasnacionales (Basualdo y Kulfas, 2000).

En otras palabras, existe cierta relación entre la acumulación de pasivos externos y activos externos. Por un lado, entre la deuda externa y la fuga de capitales. Pero también se podría considerar que los países periféricos con balance de pagos positivos acumulan reservas internacionales (en el mejor de los casos), mientras que los países centrales con balance de pagos positivos generan flujos de IED hacia otros países.

Ahora bien, el sistema monetario internacional también promueve la acumulación de deuda e inversiones extranjeras como pasivos externos por parte de los países periféricos. Al igual que con la fragilidad financiera, los movimientos en la tasa de interés fijada discrecionalmente por el país hegemón promueven los ciclos de endeudamiento externo.

Cuando la tasa de interés baja, como a mediados de los setenta, a principios de los noventa y a principios del siglo XXI, se iniciaron ciclos de endeudamiento externo público y privado, complementados desde la periferia con esquemas de desregulación financiera, reestructuraciones de deuda como el Plan Brady y/o privatización de empresas públicas.

Diversos autores como Hopenhayn y Merrighi (1998), Frenkel (2003) o Bruno y Shin (2013) ponen a los factores *push* como promotores de los factores *pull*. Como se describió en el capítulo anterior, el aumento de la liquidez internacional en el centro impulsa la desregulación financiera en la periferia. La presión de bancos, gobiernos y organismos multilaterales para tomar deuda en moneda extranjera inicia el ciclo de endeudamiento.

Asimismo, la asimetría monetaria explica que las deudas estén mayormente denominadas en la moneda clave u otra de los países centrales. Y también que las empresas multinacionales oriundas de un país central, y dispuestas a trascender las fronteras del país de origen cuenten con financiamiento ilimitado en moneda dura desde

sus países de origen para hacerlo. Según Medeiros y Serrano (1999), el patrón de IED está definido por el país hegemón de acuerdo a sus objetivos estratégicos.

Cabe preguntarse si la acumulación de pasivos externos genera un ingreso de divisas que promueve la acumulación de activos externos, o si la causalidad es inversa: la acumulación de activos externos obliga a la acumulación de pasivos externos para financiarlos. Es decir, ¿es la abundancia de divisas que ingresa como deuda externa la que promueve la fuga de capitales o, por el contrario, es la fuga de capitales la que obliga al país a endeudarse para financiarla? ¿Es la acumulación de reservas internacionales la que promueve las inversiones de cartera o son dichas inversiones las que forman las reservas?

La asimetría monetaria, al igual también que con la fragilidad financiera, juega un rol clave. Si la hipótesis de De Gaulle corregida por Kindleberger es correcta, los países periféricos toman activos externos de corto plazo y líquidos, al tiempo que acumulan pasivos de largo plazo y menos líquidos. Lo que le permite a los Estados Unidos y otros países centrales funcionar como banco comercial del mundo es que cuentan con el respaldo del Banco Central del mundo, aquel que es emisor de la liquidez internacional.

Los organismos multilaterales de la Arquitectura Financiera Internacional (AFI) se abocan a que los países periféricos cumplan con las obligaciones en relación a sus pasivos externos. El FMI se encarga de que los países periféricos lleven adelante procesos de ajuste para pagar sus deudas; el Ciadi, una institución del Banco Mundial, se dedica a arbitrar entre los países receptores de IED y las empresas multinacionales. Por el contrario, la AFI presta menos atención a los activos externos de los países periféricos, una gran parte de ellos en guaridas fiscales sin ninguna regulación.

5- Consideraciones Finales

En la introducción, se hizo la distinción analítica entre, por un lado, la influencia de la economía mundial por sobre un país periférico como la Argentina y, por el otro, la forma particular en que cada país periférico procesa dicha influencia. Este trabajo apunta explícitamente a la primera faceta del vínculo: estudia los efectos del sistema monetario internacional sobre los países periféricos, particularmente en relación a dos fenómenos que afectan a dichos países: la fragilidad financiera y la restricción externa.

Se evaluó si existen lazos entre los problemas encontrados en el funcionamiento del sistema monetario internacional y los países periféricos que expliquen tanto la fragilidad financiera como la restricción externa. La respuesta, como era previsto, fue positiva: las falencias del sistema monetario internacional promueven la fragilidad financiera y la restricción externa.

Pero aún más relevante que una respuesta positiva, fue desarmar el tejido de múltiples causalidades y consecuencias entre el sistema monetario internacional y vulnerabilidad externa de los países periféricos, con especial énfasis en América Latina y la Argentina. Las dificultades metodológicas características de la economía y las relaciones internacionales impiden trazar causalidades lineales, directas o ahistóricas.

Desde ya que acotar el análisis al estudio de los efectos del sistema monetario internacional sobre la fragilidad financiera y la restricción externa en los países periféricos excluye el estudio sobre la forma en que cada país periférico procesa dichos efectos. Es decir, no se analizan los modos de contrarrestar los efectos del sistema monetario internacional. A modo de ejemplo, se puede mencionar a las políticas soberanas de cada país en particular, la posibilidad de fomentar la cooperación sur-sur, o las propuestas de reforma de la propia arquitectura financiera internacional.

Esta exclusión no obedece a otra cosa que la necesidad de acotar el objeto de estudio, por lo que los temas mencionados quedan pendientes. Además, en orden de prioridad, es preciso saber qué es lo que se quiere contrarrestar, para luego evaluar cómo. Es por eso que resultaba necesario desenredar los mecanismos mediante los cuales el sistema monetario internacional influye sobre la fragilidad financiera y la restricción externa de los países periféricos.

Posteriormente, las propuestas que surjan en cada uno de los niveles (nacional, regional, sur-sur o internacional) podrán ser evaluadas de acuerdo a si efectivamente tienen la capacidad de contrarrestar la vulnerabilidad externa promovida desde el sistema monetario internacional o no. Las propuestas más favorables a los países periféricos serían, en principio, aquellas que logren cortar los efectos nocivos del sistema monetario internacional.

Un párrafo aparte merece mencionar que el estudio de la restricción externa desde lo monetario prescindió de investigaciones previas que aborden esta temática de forma sistémica. En otras palabras, existen trabajos sobre acumulación de reservas internacionales, sobre fuga de capitales, sobre endeudamiento externo y sobre inversión extranjera directa. Pero ninguno que haya sistematizado estas cuatro categorías como un flujo circular de recursos, por lo que también es esa una tarea pendiente.

Los países periféricos que no han sido “invitados al desarrollo” han soportado un contexto internacional hostil que, a través del sistema monetario internacional, promovió la fragilidad financiera y la restricción externa, sobre todo a partir de la década de 1970. Los problemas del desarrollo económico no se resuelven únicamente hacia adentro de los países, ya que estos últimos están, desde el primer momento, inmersos en el sistema monetario internacional.

Referencias Bibliográficas

- Abeles, M., Lavarello, P., & Montagu, H. (2013). Heterogeneidad estructural y restricción externa en la economía argentina. En R. Infante, & P. Gerstenfeld, *Hacia un desarrollo inclusivo. El caso de la Argentina*. Santiago de Chile: CEPAL y OIT.
- Aglietta, M., & Coudert, V. (2015). *El dólar*. Buenos Aires: Capital intelectual.
- Allami, C., & Cibils, A. (2009). Visiones críticas de la liberalización financiera: propuestas alternativas. *III° Jornadas de Economía Política*. Los Polvorines: Universidad Nacional de General Sarmiento.
- Amico, F., Fiorito, A., & Zelada, A. (2012). Expansión económica y sector externo en la Argentina de los años 2000: balance y desafíos hacia el futuro. *Cefid-ar, DT 45*.
- Amsden, A. (1989). *Asia's next giant. South Korea and late industrialization*. New York: Oxford University Press.
- Arceo, E. (2011). *El largo camino a la crisis. Centro, periferia y transformaciones de la economía mundial*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Arestis, P., & Glickman, M. (1999). Financial crisis in south east Asia: dispelling illusion the Minskyan way. *UEL, Department of Economics, Working Paper No.22*.
- Arrighi, G. (2010). *The long Twentieth Century*. New York: Verso.
- Bacha, E. (1982). Growth with limited supplies of foreign exchange: a reappraisal of the two gap model. *Texto para discussao n° 26*.
- Basualdo, E. (2009). Evolución de la economía argentina en el marco de las transformaciones de la economía internacional de las últimas décadas. En E. Arceo, & E. Basualdo, *Los condicionantes de la crisis en América Latina* (págs. 321-382). Buenos Aires: CLACSO.
- Basualdo, E., & Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la Argentina. *Realidad Económica n° 173*, 76-103.

- Bértola, L., & Ocampo, J. A. (2012). Latin America's debt crisis and "lost decade". *Learning from Latin America: Debt crisis, debt rescues and when and why they work*.
- Braun, O., & Joy, L. (1981). Un modelo de estancamiento económico - Estudio de caso sobre la economía argentina. *Desarrollo Económico, Vol. 20, No. 80. (Jan. - Mar.)*, 585-604.
- Bresser-Pereira, L., & Gala, P. (2007). Why foreign savings fail to cause growth. *Brazilian Journal of political economy, vol 27, n°1 (105)*, 3-19.
- Bruno, V., & Shin, H. (2013). Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity. *Griswold Center for Economic Policy Studies Working Paper No. 237a*.
- Burachik, G. (2015). Divisas e imperialismo en las crisis económicas argentinas. *Cuadernos de economía*, 173-197.
- Cardoso de Mello, J. M. (1998). A contra-revolução liberal-conservadora e a tradição crítica latino-americana (prólogo). En M. Tavares, & J. L. Fiori, *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização* (págs. 15-24). Petrópolis: Vozes.
- Carneiro, R. (2006). Globalização e inconversibilidade monetária . *Textos para Discussão. IE/UNICAMP n. 120*.
- Carrera, J. (2009). *El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional*. Buenos Aires: Banco Central de la República Argentina.
- Castiglioni, L. (2013). *La nueva arquitectura financiera regional (policy brief)*. Buenos Aires: CLACSO.
- CEPAL. (1959). *Análisis y proyecciones del desarrollo V. El desarrollo económico de la Argentina. Los problemas y perspectivas del crecimiento económico argentino*. México: Naciones Unidas.
- CEPAL. (2015). La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe.
- Chapoy Bonifaz, A. (2001). El sistema monetario internacional. *Textos Breves de Economía. Universidad Nacional Autónoma de México*.

- De Lucchi, J. M. (2014). Macroeconomía de la deuda pública. El desendeudamiento argentino (2003-2012). *Cefid-ar n° 53*.
- Diamand, M. (1972). La estructura productiva desequilibrada Argentina y el Tipo de Cambio. *Desarrollo Económico Vol. 12 n° 45*.
- Diamand, M. (1973). *Doctrinas económicas, desarrollo e independencia*. Buenos Aires: Paidós.
- Diamand, M., & Crovetto, N. (1988). La estructura productiva desequilibrada y la doble brecha. *Centro de Estudios de la Realidad Económica*.
- Díaz Alejandro, C. (1963). A note on the impact of devaluation and the redistributive effect. *The Journal of Political Economy, Vol. 71, No. 6, 577-580*.
- Díaz Alejandro, C. (1984). Good-bye financial repression, hello financial crash. *Columbia University*.
- Dinenzon, M., & Hopenhayn, B. (1988). Liquidez internacional y deuda: un análisis de la generación y distribución de la liquidez internacional, y su relación con el problema de la deuda. *Documentos del CISEA*.
- Dunning, J. (1994). Multinational enterprises and the globalization of innovatory capacity. *Research Policy, 1994, vol. 23, issue 1, 67-88*.
- Eatwell, J., & Taylor, L. (2006). *Finanzas Globales en Riesgo. Un análisis a favor de la regulación internacional*. Avellaneda: Siglo veintiuno editores.
- Eichengreen, B. (2008). *Globalizing capital. A history of the international monetary system*. (Segunda ed.). New Jersey: Princeton University Press.
- Epstein, G., Grabel, I., & Jomo, K. (2003). *Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990 and lessons for the future*. Massachusetts: PERI.
- Ferrer, A. (1963). Devaluación, Redistribución de Ingresos y el Proceso de Desarticulación Industrial en la Argentina. *Instituto de Desarrollo Económico y Social, 5-18*.
- Financial Times. (9 de 10 de 2014). Christine Lagarde urges US to approve IMF reform. *Financial Times*. Obtenido de <https://next.ft.com/content/28ee00d4-4fca-11e4-a0a4-00144feab7de>

- Frenkel, R. (2003). Globalización y crisis financieras en América Latina. *Revista de la Cepal* 80, 41-54.
- Fritz, B., & Mühlich, L. (2010). South-South Monetary Cooperation: An Option for Emerging Markets and Developing Economies to Foster Regional Financial Development? En O. Ugarteche, *Beyond Bretton Woods: The Transnational Economy in Search of New Institutions*. Basingstoke, Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Fritz, B., Prates, D., & de Paula, L. (2014). Keynes at the Periphery: Currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies.
- Gaggero, J., Casparrino, C., & Libman, E. (2007). La fuga de capitales. Historia, presente y perspectivas. *Cedid-ar, DT 14*.
- Gaggero, J., Kupelian, R., & Zelada, M. (2010). La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009). *Cefid-ar DT 29*.
- Gallagher, K. (2012). The global governance of capital flows: new opportunities, enduring challenges. *PERI*.
- Gerchunoff, P., & Llach, L. (2003). *Ved en trono a la noble igualdad*. Buenos Aires: Fundación PENT.
- Ghosh, J. (2005). The economic and social effects of financial liberalization: a primer for developin countries. *Economic & social affairs*.
- Griffith-Jones, S., & Ocampo, J. A. (2008). Sovereign wealth funds: a developing country perspective.
- Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas. (1999). *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*. Obtenido de Cepal: <http://www.cepal.org/publicaciones/xml/7/5517/indice.htm>
- Hopenhayn, B., & Merrighi, J. (1998). Movimientos de capitales en la Argentina: factores externos e internos. *Desarrollo Económico, Número Especial, Vol. 38*, 105-121.
- Hopenhayn, B., & Vanoli, A. (2001). *La globalización financiera. Génesis, auge, crisis y reformas*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.

- International Monetary Fund. (2012). *The liberalization and management of capital flows: an institutional view*. International Monetary Fund.
- Jetin, B., & De Brunhof, S. (2000). The Tobin Tax and the Regulation of capital movements. En W. Bello, N. Bullard, & K. Malhotra, *Global Finance: New Thinking on Regulating Speculative Capital Markets*. Londres: Zed Books.
- Keynes, J. M. (1929). The german transfer problem. *The economic journal*, vol 39, n° 153, 1-7.
- Keynes, J. M. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Buenos Aires: Fondo de cultura económica.
- Keynes, J. M. (2012). *The collected writings of John Maynard Keynes. Volume 25. Activities 1940–1944: Shaping the Post-War World: The Clearing Union*. Cambridge University Press.
- Kregel, J. (1996). Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais. *Economia e Sociedade, Campinas*, 29-49.
- Kregel, J. (2006). Estabilidad financiera internacional, flujos de capital y transferencias hacia los países en desarrollo. En E. Correa, & A. Girón, *Reforma Financiera en América Latina*. Buenos Aires: CLACSO.
- Kregel, J. (2008). Financial flows and international imbalances - the role of catching-up by late industrializing developing countries. *The Levy Economics Institute of Bard College*.
- Krugman, P. (1996). Are currency crises self-fulfilling? *NBER Macroeconomics Annual*.
- Krugman, P., & Obstfeld, M. (2003). *International economics*. Boston: Pearson Education.
- Kulfas, M. (2005). Internacionalización financiera y fuga de capitales en América Latina. *Flacso*.
- Kulfas, M., Porta, F., & Ramos, A. (2002). Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina. *Serie estudios y perspectivas, CEPAL*.
- Leguard, N. (2011). Nueva arquitectura financiera para el desarrollo de América Latina y Ecuador. *Universitas*, 45-73.

- Lopez, R., & Sevilla, E. (2010). Los desafíos para sostener el crecimiento: el balance de pagos a través de los enfoques de restricción externa. *Cefid-ar, DT 32*.
- Magalhães Prates, D. (2005). As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional. *R. Econ. contemp*, 263-288.
- Malic, E., & Mareso, P. (2015). Flujos de capitales hacia América Latina en el período 2003-2013. El rol de las agencias de riesgo crediticio. *Documento de Trabajo N° 69 Cefidar*.
- McKinnon, R. (1973). *Money & capital in economic development*. Washington DC: The Brooking Institution.
- McKinnon, R. (1993). The rules of the game: internacional money in historical perspective. *Journal of economic literature, Vol 31, n°1*, 1-44.
- Medeiros, C. (2008). Financial dependency and growth cycles in Latin American countries. *Journal of Post Keynesian economics*, 79-99.
- Medeiros, C., & Serrano, F. (1999). Padrões monetários internacionais e crescimento. En J. L. Fiori, *Estado e Moedas no Desenvolvimento das Nações*. Petrópolis: Vozes.
- Medeiros, C., & Serrano, F. (2006). Capital flows to emerging markets under the flexible dollar standard: a critical view based on the brazilian experience. En M. Vernengo, *Monetary Integration and Dollarization* (págs. 218-242). Edward Elgar.
- Médici, F., & Panigo, D. (2014). La ley de Thirwall y los términos de intercambio en EPD con factores fijos de producción. *Congreso de Economía Política Internacional*. Universidad Nacional de Moreno.
- Minsky, H. (1976). A theory of systemic fragility. *Financial crises*. New York: New York University.
- Minsky, H. (1993). The financial stability hypothesis. En P. Arestis, & M. Sawyer, *Handbook of Radical Political Economy*. Aldershot: Edward Elgar.
- Mohanty, M. S. (2013). Market volatility and foreign echange intervention in EMEs: what has change? *BIS Papers N° 73*.

- Moreno-Brid, J. C. (1999). On capital flows and the balance-of-payments-constrained growth model. *Journal of Post Keynesian Economics, Winter 1998/1999, Vol 21, N° 2*, 283-298.
- Nicolini Llosa, J. (2008). El enfoque estructuralista del balance de pagos. *Asociación Argentina de Economía política*. Córdoba.
- Ocampo, J. (2009). Special Drawing Rights and the reform of the global reserve system. En J. K. Sundaram, *Reforming the international financial system for development*. New York: Columbia University Press.
- Ocampo, J. A. (2006). *Regional financial cooperation*. Baltimore: UN ECLAC.
- Ocampo, J. A. (2014). *Reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional*. Friedrich Ebert Stiftung.
- Ocampo, J. A., Spiegel, S., & Stiglitz, J. (2008). Capital market liberalization and development. En J. A. Ocampo, & J. Stiglitz, *Capital market liberalization and development*. King's Lynn: Oxford University Press.
- Palley, T. (2006). *The fallacy of the revised Bretton Woods Hypothesis*. Nueva York: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Palley, T. (2011). *Explaining Global Financial Imbalances: A Critique of the Saving Glut and Reserve Currency Hypotheses*. Washington DC: Hans Bökler Stiftung.
- Peries, S., & Hudson, M. (18 de 4 de 2016). *Panama and the Criminalization of the Global Finance System*. Obtenido de counterpunch: <http://www.counterpunch.org/2016/04/18/panama-and-the-criminalization-of-the-global-finance-system/>
- Prebisch, R. (1949). El desarrollo económico de la Argentina y algunos de sus principales problemas. *Trimestre Económico 35 (1), N° 137*. Obtenido de Cepal: http://prebisch.cepal.org/sites/default/files/2013/prebisch_el_desarrollo_eco.pdf
- Ramos, R. (2014). The fragility of exchange rates in emerging countries in 2000s: a Minskyan analysis.
- Reinert, E. (2007). *How rich countries got rich...and why poor countries stay poor*. New York: Carroll & Graf publishers.

- Roubini, N., & Sala-i-Martin, X. (1991). Financial development, the trade regime, and economic growth. *NBER working papers series*.
- Sacroisky, A. (2006). La Inversión Extranjera Directa en la post-convertibilidad. Principales tendencias en un nuevo patrón de crecimiento. *Cefidar*.
- Schorr, M., & Wainer, A. (2014). *Restricción externa en la Argentina: una mirada estructural de la posconvertibilidad*.
- Serrano, F. (2003). From static gold to the floating dollar. *Contributions to political economy*, 87-102.
- Serrano, F. (2004). Power relations and american macroeconomic policy, from Bretton Woods to the floating Dollar standard. En J. Fiori, *The global power formation*. Petrópolis: Vozes.
- Thirlwall, A. (1979). The balance of payments constraint as an explanation of international growth rate differences. *PSI, quaterly review*, vol. 64, n° 259, 429-438.
- Thirlwall, A., & Nureldin Hussain, M. (1982). The balance of payments constraint, capital flows and growth rate. Differences between developing countries. *Oxford Economic Papers, New Series, Vol. 34, No. 3.* , 498-510.
- Triffin, R. (1964). *The evolution of the international monetary system*. Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Triffin, R. (1978). *Gold and the dollar crisis: yesterday and tomorrow*. New Jersey: Princeton University.
- Ugarteche, O. (2007). *Genealogía de la Arquitectura Financiera Internacional: 1950-2000*. Bergen: Universidad de Bergen.
- UNCTAD. (2011). *Regional monetary cooperation and growth enhancing policies*. New York and Geneva: United Nations.
- UNCTAD. (2015). *Trade and development report, 2015*. New York and Geneva: United Nations.
- United Nations Non-Governmental Liaison Service. (2009). *Civil Society Consultation on the Work of the President of the UN General Assembly's Commission of*

Experts on Reforms of the International Monetary and Financial System. New York and Geneva: NGLS.

Vanoli, A., & Magliano, A. (2009). De la desregulación y crisis a las finanzas para el desarrollo económico. *Ola financiera*, 68-110.

Wade, R. (1990). *Economic theory and the role of government in east asian industrialization*. New Jersey: Princeton University Press.

Wierzba, G. (2007). Nuevas arquitecturas financieras regionales. Su institucionalidad y características. *Cefid-ar, DT 19*.

Wolfson, M. (2002). Minsky's theory of financial crises in a global context. *Journal of economic issues*, 393-400.

Xiaochuan, Z. (2009). *Reform the international monetary system*. BIS review.