

**Universidad de Buenos Aires**  
**Facultad de Ciencias Económicas**  
**Instituto de Investigaciones Económicas**

**LA GLOBALIZACION  
ECONOMICA Y SUS DILEMAS PARA  
LOS PAISES PERIFERICOS**

**MARTA BEKERMAN.  
BENJAMIN HOPENHAYN.**

**Documento de Trabajo N° 8**

**CENES**  
CENTRO DE ESTUDIOS DE LA ESTRUCTURA  
ECONÓMICA

## ÍNDICE

<b>INTRODUCCION.</b>	<b>5</b>
<b>CAPITULO PRIMERO.</b>	
<b>LA GLOBALIZACION EN EL CAMPO DEL COMERCIO Y DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS.</b>	<b>8</b>
<b>I. LAS CARACTERISTICAS DEL PROCESO DE GLOBALIZACION A NIVEL COMERCIAL.</b>	<b>10</b>
<b>I.a Las tendencias comerciales.</b>	<b>11</b>
<b>I.b Cambios en la dirección del comercio.</b>	<b>16</b>
<b>II. EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED).</b>	
<b>II.a Tendencias recientes de la IED.</b>	<b>20</b>
<b>II.b Relación entre IED y comercio.</b>	<b>23</b>
<b>III. LAS CONTRADICCIONES DEL PROCESO DE GLOBALIZACION.</b>	<b>25</b>
<b>III.a. El Nuevo Proteccionismo.</b>	<b>27</b>
<b>III.b. La Regionalización.</b>	<b>31</b>
<b>IV. IMPLICANCIAS PARA LOS PAISES PERIFERICOS.</b>	<b>33</b>
<b>BIBLIOGRAFIA.</b>	<b>39</b>

## **CAPITULO SEGUNDO.**

### **LA GLOBALIZACION FINANCIERA Y LOS PAISES PERIFERICOS.**

<b>INTRODUCCION.</b>	<b>41</b>
<b>I. LA GLOBALIZACION FINANCIERA CONTEMPORANEA.</b>	
<b>I.a. El Desarrollo de la Globalización Financiera.</b>	<b>44</b>
<b>I.b. Dimensiones y Destinos de la Globalización Financiera.</b>	<b>54</b>
<b>I.c. La Globalización Financiera y el Mundo de la Producción y el Empleo.</b>	<b>57</b>
<b>I.d. La Globalización Financiera desde la Periferia: Una primera aproximación.</b>	<b>58</b>
<b>II- ESCENARIOS Y POLITICAS.</b>	
<b>II.a. Perspectivas de la Globalización Financiera.</b>	<b>67</b>
<b>II.a.1. Condiciones:</b>	<b>69</b>
•Volumen o masa.	
•Instituciones.	
•Tecnología.	
<b>II.a.2. Escenarios.</b>	<b>89</b>
<b>II.b. Alternativas de Políticas Nacionales para la Periferia.</b>	<b>93</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.</b>	<b>100</b>

## INTRODUCCION

Transformaciones muy profundas han tenido lugar en la economía internacional durante las últimas dos décadas. El final del siglo XX nos muestra la emergencia de un mundo cada vez más globalizado, de fuertes cambios en las relaciones Norte- Sur, de un crecimiento heterogéneo dentro de los propios países periféricos, y de la amenaza de exclusión de una creciente proporción de la población de los mismos.

La globalización económica es tal vez el rasgo más notable de la transformación de la economía mundial en las últimas décadas. El proceso de globalización puede entenderse como una reducción de las barreras nacionales o multilaterales al movimiento internacional de bienes, servicios y capitales, o como manifestación de la fuerza expansiva de los mercados en los campos de la producción en, el comercio y las finanzas, que atraviesan las fronteras a través del dominio de la tecnología y del poder económico.

La dinámica del proceso de globalización presenta oportunidades y peligros para el desarrollo de los países periféricos, tanto en el campo de la producción y el comercio -incluida la transferencia de tecnología- como de las corrientes de financiamiento. Las oportunidades se asocian principalmente a la absorción del progreso técnico en la expansión de sus potencialidades productivas, a la posibilidad de mejorar su inserción en el comercio internacional, y al acceso a fuentes de financiamiento más abundantes. Los peligros más evidentes se encuentran en una profundización de su dependencia de decisiones ajenas a sus necesidades de desarrollo, tanto en el plano de la producción y el

comercio -por la concentración creciente del poder en gigantescas empresas transnacionales- como su vulnerabilidad a movimientos de capital sumamente erráticos o volátiles que imponen una racionalidad de muy corto plazo a políticas económicas que, como las de desarrollo propiamente dicho, requieren estrategias de largo plazo.

En suma, los peligros están asociados a una profundización de la dependencia que caracteriza a las economías periféricas. Las oportunidades, a la posibilidad de adoptar políticas activas que permitan adaptarse mejor a las fuerzas derivadas del proceso de globalización y mantenerse en una senda de desarrollo sostenido

Para contextualizar adecuadamente estas posibilidades y peligros del proceso de globalización para las economías periféricas -en suma, sus dilemas en el proceso actual de transformación de la economía mundial- se presentan aquí dos trabajos. El primero analiza el comportamiento del proceso de globalización en el campo del comercio internacional y de las inversiones directas. El segundo analiza dicho proceso en su dimensión financiera, tomando en cuenta tanto su evolución reciente, como sus perspectivas futuras.

Los autores esperan que estos trabajos aporten elementos empíricos y analíticos para la discusión de un tema central para el futuro de la economía mundial, con una perspectiva de preocupación central por las economías periféricas y, en particular, por las de la América Latina.

## **CAPITULO PRIMERO**

### **LA GLOBALIZACION EN EL CAMPO DEL COMERCIO Y DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS DIRECTAS**

**Por Marta Bekerman**

La fuerza que está adquiriendo el actual proceso de globalización condiciona no sólo la inserción internacional de los países periféricos sino su propia senda y perspectivas de desarrollo económico y social. De allí la importancia de entender cuales son las principales tendencias que presenta dicho proceso a los efectos de poder reflexionar sobre las respuestas más eficaces para los países de América Latina.

En este capítulo observaremos la fuerza que presenta el proceso de globalización en relación al comercio y a las inversiones productivas. Pero al mismo tiempo señalaremos las fuertes contradicciones que dicho proceso presenta y que es importante comprender. En el campo comercial, junto a un discurso de libre comercio, los hechos muestran en los países industrializados un aumento del proteccionismo o debilitamiento de sus posiciones multilateralistas. Ese proteccionismo intenta ser desactivado o encauzado por los recientes acuerdos internacionales que dieron lugar a la creación de la Organización Mundial del Comercio (OMC). Por otro lado nos encontramos con el desarrollo de otro proceso que está adquiriendo fuerza propia. Nos referimos a la regionalización, es decir la tendencia a la formación de bloques regionales que presentan un fuerte aumento del comercio y de las inversiones. La velocidad de estas transformaciones hace que existan aún muchos puntos oscuros, y abren un interesante campo de reflexión, acerca de la relación que llegará a

establecerse en un futuro entre los procesos de globalización y de regionalización y de sus efectos sobre los países de América Latina.

En la primera sección del trabajo analizaremos las tendencias que muestran los flujos de comercio en cuanto a sus características y dirección. En la segunda evaluaremos la realidad que presenta la inversión extranjera directa y las relaciones que se van estableciendo entre la misma y los flujos comerciales. En la tercera sección observaremos, a nivel institucional, las contradicciones que muestra el proceso a partir de las distintas respuestas que presentan los países del Norte. Finalmente intentaremos realizar algunas reflexiones acerca de los desafíos y dilemas que se abren para los países periféricos, en especial para los de América Latina.

## **I. LAS CARACTERISTICAS DEL PROCESO DE GLOBALIZACION A NIVEL COMERCIAL.**

**La globalización económica, puede ser entendida como una creciente interacción o interdependencia entre las distintas naciones que se produce a través de la expansión entre las mismas del movimiento de bienes y servicios.** Este proceso ha sido acelerado por el creciente rol de las corporaciones internacionales en la inversión y el comercio, y por el impacto de las innovaciones tecnológicas. Se manifiesta en el hecho de que el comercio internacional, y fundamentalmente la inversión extranjera directa (IED) y los flujos financieros, muestran una tasa de expansión que supera ampliamente a la del producto bruto mundial.

Distintos hechos contribuyeron a estimular el proceso de globalización durante los años ochenta y noventa. La desregulación realizada por los países desarrollados en ciertos sectores de servicios

como los de transporte y de telecomunicaciones, permitió reducir sus costos para los usuarios así como mejorar la calidad de los mismos. La desregulación financiera, por otro lado, permitió el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, lo cual jugó un rol central en la financiación de las fusiones y adquisiciones de empresas multinacionales. La tecnología jugó también un rol central, particularmente aquella relacionada con el desarrollo del transporte, la información y las comunicaciones.

A estos factores se sumaron los movimientos realizados por los países periféricos para liberalizar y desregular sus economías y aumentar su exposición a los mercados globales. Y también el cambio en la dinámica de la competencia entre las empresas. En efecto, en la medida en que las firmas europeas y japonesas fueron cerrando el gap tecnológico con las de E.U., estas últimas trasladaron la producción de los segmentos trabajo intensivos de sus industrias hacia países de bajos salarios. Este proceso, que aceleró las exportaciones manufactureras de estos países hacia la OECD durante los años setenta, se debilita en los años ochenta, para aumentar con fuerte selectividad geográfica, como veremos más adelante, durante la década actual.

### **I.a Las tendencias comerciales.**

Las dos décadas que siguieron a la última posguerra muestran una expansión económica sin precedentes. La producción industrial en los países del Norte refleja, entonces, tasas de crecimiento muy altas que fueron acompañadas por un nivel aún mayor de expansión del comercio mundial. Esa fuerte expansión del comercio, se extiende hasta el comienzo de los años setenta (con tasas anuales promedio cercanas al 8%), para hacerse luego mucho más modesta. En efecto, el crecimiento de las exportaciones alcanza sólo el 2% para el período

1980-85, para recuperarse a partir de entonces y volver a superar el crecimiento del producto bruto mundial(ver cuadro 1)<sup>1</sup>.

Las mayores tasas de crecimiento del comercio en relación al producto<sup>2</sup> están ligadas a un aumento en la especialización internacional entre los países del Norte, particularmente en el sector de productos manufactureros, cuyo dinamismo lo convirtió en el factor principal de expansión del comercio global. En efecto, la participación de los productos manufacturados en las exportaciones mundiales crece del 50% en 1955 al 70% a principios de los setenta (GATT, 1988). Muestra luego una caída temporaria a partir de la suba de los precios del petróleo (llega a estar por debajo del 60% en 1984) pero luego retoma su tendencia creciente para alcanzar el 74% en 1994 (ver cuadro 2).

La participación de los productos agropecuarios muestra, en cambio, una marcada falta de dinamismo, ya que pasan del 35% en 1955 al 12% en 1994, mientras que los hidrocarburos mantienen un nivel del 10% hasta 1973, aumentan fuertemente durante el shock petrolero, para luego volver a niveles algo inferiores a los anteriores al shock (8% en 1994).

Este comportamiento contrastante entre los productos manufacturados y los agropecuarios no está aislado de lo acontecido en el contexto institucional. Mientras que la expansión del comercio de manufacturas fue incentivada por las medidas de liberalización del comercio exterior que tuvieron lugar en el marco de las rondas del GATT, el sector agropecuario no sólo quedó excluido de estos acuerdos, sino que enfrentó un alto proteccionismo implantado por los países industrializados, por razones de su política interna, para alcanzar

---

<sup>1</sup> Sin embargo ya no vuelven a alcanzar, salvo años excepcionales, las altas tasas de crecimiento de los "años dorados" de la posguerra.

su autosuficiencia. Esto aumentó la producción de bienes agrícolas de estos países y redujo su demanda de alimentos, en un contexto en que la misma tiende a crecer menos que el ingreso.

La tendencia de los países industrializados a especializarse en ciertos productos dentro de industrias específicas, a los efectos de desarrollar productos diferenciados y aprovechar las economías de escala, ha dado lugar al auge de lo que se conoce como el comercio intra-industrial, es decir al de productos pertenecientes a una misma rama industrial. Las características que presenta este comercio son muy distintas a las del inter-industrial, que es el que tiene lugar entre diferentes sectores y está ligado, en gran medida, a la dotación de factores, o ventajas comparadas estáticas, de cada uno de los países. El comercio intra-industrial, que es un factor clave del crecimiento del comercio mundial de posguerra, es el que ofrece mayores posibilidades de un desarrollo dinámico de la especialización. Por otro lado plantea menores problemas de ajuste que el inter-industrial, ya que no requiere la total desaparición de un sector industrial dentro de un país, sino una asignación de los recursos entre distintos productos pertenecientes al mismo.

La especialización intra-industrial se ha desarrollado fundamentalmente entre los países industrializados y ha avanzado más dentro de los sectores diferenciados o que presentan un mayor grado de innovación tecnológica, tanto de productos como de procesos, (particularmente en la electrónica y las telecomunicaciones). Su expansión es mucho menor en aquellos sectores intensivos en recursos naturales y que ya alcanzaron su fase de maduración, como es el caso de la industrial textil y del hierro y del acero. La venta de productos

---

<sup>2</sup> Esas diferencias se vuelven más marcadas en períodos recesivos como el de 1990-94 en que el comercio crece 5 veces más que el producto

diferenciadas ofrece mayores posibilidades de que no prevalezcan las clásicas reglas de competencia y, por lo tanto, de imponer pautas de consumo y de precios.

Desde el lado del consumo este proceso fue reforzado por la saturación de los patrones tradicionales del mismo en las sociedades industriales, lo que determinó un crecimiento más lento de la demanda de productos primarios y de aquellos que habían determinado la expansión económica en la posguerra

El crecimiento del comercio intra-industrial puso en cuestión las predicciones del pensamiento económico convencional o *mainstream* que al basar la expansión del comercio entre los países en la diferente dotación de factores le atribuye básicamente un carácter intersectorial. Lo que puede observarse desde la posguerra, en cambio, es que el avance del comercio es mayor entre aquellos países que cuentan con similares dotaciones de factores, pero que basan su especialización en el aprovechamiento de las economías de escala y en las innovaciones.

**El avance tecnológico y la disponibilidad de recursos humanos es lo que determina, cada vez más, el desarrollo de nuevas ventajas comparativas a las que llamaremos dinámicas para diferenciarlas de aquellas derivadas de la disponibilidad de recursos naturales.** Esta realidad genera nuevos desafíos para los países periféricos, ya que su retraso tecnológico puede limitar el desarrollo de sus patrones de especialización comercial en favor de los sectores menos dinámicos o tradicionales y que compiten en base a precios y no por su calidad o diferenciación.

Otro rasgo fundamental, al que nos referiremos en la sección siguiente, es que la fuerte expansión de la inversión extranjera directa, que ha tenido lugar durante las últimas décadas, ha determinado un

crecimiento de la importancia de las empresas multinacionales y del comercio intra-firma en el comercio mundial.

### **I.b Cambios en la dirección del comercio**

Como ya fue señalado, los cambios tecnológicos han generado transformaciones importantes, tanto en las formas de producción como en los patrones de consumo, que determinaron nuevas tendencias en el intercambio mundial en favor de un peso creciente para las manufacturas diferenciadas. Estas transformaciones incidieron decisivamente en la posición relativa de las distintas economías en el comercio internacional en favor de una creciente participación de los países europeos, de América del Norte y de los asiáticos. Estos países representaron el 87.5% del total de las exportaciones en 1994 (ver cuadro 3). Esa mayor participación se da en detrimento de los países de Europa Oriental, Oriente Medio, América Latina y África que, con una especialización basada fundamentalmente en bienes primarios, pierden participación en la exportaciones totales. La falta de adaptación de sus patrones de especialización se revela particularmente en su pérdida de participación en las exportaciones de manufacturas que, como ya señalamos, son las de comportamiento más dinámico.

El crecimiento más marcado de las exportaciones durante las últimas dos décadas se da en los países asiáticos de industrialización reciente: China y los denominados tigres (Hong Kong, Taiwan, Corea del Sur y Singapur) que aparecen entre los primeros catorce exportadores mundiales en 1995. En efecto, estos países mostraron, previamente a la crisis financiera por la que atraviesan actualmente, un fuerte éxito en su estrategia exportadora. **Es importante señalar que dicho éxito está ligado a cambios importantes en sus patrones de especialización en favor de sectores de mayor nivel tecnológico, de mayor**

**intensidad en el uso de la mano de obra calificada y de demanda internacional más dinámica** (ver Bekerman Sirlin y Streb, 1995). Es así que durante las últimas dos décadas los tigres asiáticos han pasado de una especialización basada en los textiles, vestuario, calzado y juguetes a equipos de telecomunicaciones y procesamiento automático de datos y artículos electrónicos de consumo

La mayor participación exportadora dentro de los países asiáticos sigue siendo la de Japón, que es el tercer exportador mundial, con el 8,8% de las exportaciones mundiales en 1995. Sin embargo, a diferencia del crecimiento mostrado por los otros países asiáticos señalados, esos niveles son menores a los que este país presentaba durante los años setenta y especialmente durante los ochenta. En el caso de China su participación en el valor de las exportaciones mundiales crece desde niveles muy pequeños (0,75% en 1978) a 3,2 % en 1995 (pasa de ser el exportador número 32 al número 11).

A diferencia de los países asiáticos las economías de América Latina muestran una declinación de su participación en las exportaciones globales al pasar del 6% en 1984 al 4,5% en 1994. Con respecto a la especialización tecnológica, un informe de la CEPAL/ONUDI (1996) señala que el comportamiento tecnológico de los países de América Latina y el Caribe ha sido decepcionante. Si se exceptúa las zonas de procesamiento de las exportaciones y la industria de automóviles de México, estos países tienen poco que mostrar desde el punto de vista de la modernización y desarrollo de industrias de mayor contenido tecnológico. Es más, podría señalarse que, aún después de haberse logrado la actual estabilización macroeconómica, **la modalidad de especialización de los países de América Latina se ha revertido hacia los productos primarios y hacia los bienes manufacturados de menor contenido tecnológico.** Esto es atribuido en el informe

citado a la falta de claras prioridades en las políticas tecnológicas y a la insuficiencia de infraestructura en dicho campo (CEPAL/ONUDI, 1996).

La participación de la Argentina en el comercio internacional, no sólo es totalmente marginal (alcanza al 0,44% de las exportaciones mundiales en 1996) sino que además muestra un deterioro con respecto a períodos anteriores como la década del cincuenta (cuando rondaba en el 1%). Esa participación está conformada en su mayor parte -en abierto contraste con los países asiáticos señalados más arriba- por commodities agrícolas e industriales. En efecto, **la Argentina presenta un patrón de especialización de carácter dual en donde el sector primario, las manufacturas de origen agropecuario y los productos energéticos muestran claras ventajas comparadas, mientras que las manufacturas de origen industrial revelan un alto nivel de desventajas comparadas.** Pero además, **este patrón dual de especialización tendió a profundizarse durante los primeros años de la década actual** (a partir de las reformas estructurales iniciadas entonces) debido a un aumento en las ventajas comparadas de los productos primarios y energéticos. Y este fenómeno tuvo lugar no solo a nivel global, sino también en el comercio con Brasil (ver Bekerman y Sirlin, 1996).

Otros aspectos que cabe resaltar en relación al comportamiento de los flujos comerciales son las fuertes asimetrías existentes en cuanto a la dirección de los mismos. En efecto (como puede verse en el cuadro 4) la mayor parte del comercio de los países del Norte tiene lugar entre sí, mientras que los países periféricos muestran una fuerte dependencia de los países industrializados como mercado de sus exportaciones. Sobresale, además, el fuerte rol del comercio intrarregional en Europa Occidental, América del Norte y Asia, y los bajos niveles del mismo para las áreas periféricas. Las exportaciones intrarregionales de América

Latina, y en particular del Cono Sur, están aumentando rápidamente (el comercio intra MERCOSUR se triplicó entre 1990 y 1995), sin embargo no dejan de mostrar, aún, niveles comparativamente modestos.

## **II. EL COMPORTAMIENTO DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)**

### **II.a Tendencias recientes de la IED**

El crecimiento de la IED ha sido muy veloz desde el comienzo de los años ochenta, y -con la excepción de una situación de estancamiento sufrida durante 1988-92- ha superado marcadamente a la propia expansión del comercio internacional ha alcanzando un crecimiento récord en 1995 (ver cuadro 5).

Este avance de la internacionalización de la producción obedece a factores de carácter estructural, (como la creciente competencia internacional por los mercados, los factores asociados al auge de la globalización financiera, los avances en la tecnología de la información, del transporte, etc.) a los que se sumaron en los últimos años elementos cíclicos asociados a la salida de la recesión que incentivaron a las firmas a expandirse en el exterior.

Tanto los stocks como los flujos de IED permanecen fuertemente concentrados en los países desarrollados. Hasta los inicios de la presente década el 80% de los flujos de IED se dirigían hacia dichos países. Durante los últimos años se observa un marcado aumento de los flujos de IED hacia los países en desarrollo pero concentrado fundamentalmente en algunos países asiáticos, particularmente en China. En efecto, el creciente atractivo que ofrece **la economía China determinó que, partiendo de niveles casi inexistentes de IED hacia el principio de los años ochenta, este país recibiera en 1995 el 40%**

**de los flujos dirigidos a los países en desarrollo y se convirtiera en el segundo receptor de flujos de IED a nivel mundial** (superada solamente por E.U.). El éxito de China en este campo se extendió a otros países del Este y Sudeste de Asia. Esta región en conjunto recibió en 1995 dos tercios de los flujos de IED dirigida a los países en desarrollo. El auge de la inversión extranjera directa y de los flujos financieros, que tuvieron lugar en los últimos años en países como Malasia, Hong Kong e Indonesia, contribuyeron al desarrollo de burbujas especulativas en los mercados inmobiliarios y de valores que contribuyeron a desencadenar la crisis iniciada en octubre de 1997.

**Muy diferente es la situación de América Latina que, en 1995, recibió sólo el 15% de la IED dirigida a los países en desarrollo (menos del 5% de la IED total), y en donde la misma ha presentado un comportamiento muy fragmentado.** Por un lado muestra **una fuerte dependencia de los programas de privatizaciones** (como lo reflejan los casos de Argentina, Perú y Venezuela) y por el otro **aparece muy concentrada en industrias específicas** (automóviles en México y Brasil, recursos naturales en Chile, etc.).

Otro aspecto que merece destacarse es que si bien algunos países en desarrollo están aumentando su integración en la economía mundial a través de una fuerte recepción de IED, esta integración se extiende en mucho menor medida a la realización, por parte de estos países, de inversiones en el exterior, para las que las empresas de los países industrializados ofrecen ventajas indiscutibles (sólo el 15% de la IED se originó en países en desarrollo en 1995, ver cuadro 5). Esto significa que los países en desarrollo deben recurrir proporcionalmente mucho más a las exportaciones (que a la IED) para colocar bienes y servicios en los mercados internacionales. Esto coloca a sus empresas

en una posición más débil en los períodos recesivos o de lento crecimiento del comercio mundial.

### **II.b Relación entre IED y comercio**

Si bien el crecimiento de la IED ha venido superando al del comercio internacional es indudable que, frente al desarrollo del proceso de globalización, se van creando relaciones cada vez más estrechas entre ambos fenómenos. Es que la expansión de las firmas multinacionales, como factor determinante de la organización de la producción a nivel internacional, ejerce una influencia creciente sobre los niveles, la composición y la dirección del comercio, a la vez que se ve afectada por la evolución del mismo.

Pero al mismo tiempo que se van profundizando las relaciones entre IED y comercio, se están produciendo profundas transformaciones en las mismas, a partir del avance tecnológico y de los cambios en las regulaciones internacionales, que es importante tener en cuenta a la hora de delinear estrategias para los países en desarrollo.

El desarrollo tecnológico está facilitando el transporte de bienes y servicios y la implementación a distancia de tareas relacionadas con la organización y gerencia de las firmas. Esta situación, que se ve potenciada por la desregulación de las normas que afectan al comercio y a los flujos financieros y de inversión, brinda a las firmas mayores posibilidades de elección sobre la localización de sus inversiones a nivel global y regional. Se produce, entonces, una división internacional del trabajo dentro de las propias firmas por la que cualquier parte de la generación de valor agregado puede ser ubicada allí donde se pueda mejorar la performance global. Eso explica **el fuerte aumento del comercio intrafirma que alcanza actualmente a un tercio del comercio mundial y permite a las empresas multinacionales el**

**desarrollo de economías de escala y substanciales reducciones en los costos de transacción** (United Nations, 1995).

Es decir que la producción se realiza crecientemente a través de sistemas internacionales integrados que hacen que la estructura del comercio ligado a la IED incorpore crecientemente productos intermedios y asuma cada vez más un carácter intra-industrial. Lo interesante es que en esta situación **la IED y el comercio pueden crearse simultáneamente en la medida en que la decisión de donde invertir es también una decisión de desde donde exportar** (y viceversa con respecto a las importaciones).

### **III. LAS CONTRADICCIONES DEL PROCESO DE GLOBALIZACION**

Si bien hay consenso acerca de la fuerza que está adquiriendo el proceso de globalización en esta etapa del capitalismo, existen controversias acerca del nivel de contradicciones a que el mismo se enfrenta. Las respuestas a estas controversias adquieren un peso muy importante para los países periféricos por cuanto pueden derivarse, a partir de las mismas, estrategias muy diferentes para su inserción internacional.

En ese sentido podría señalarse que el pensamiento económico predominante, enfatiza los avances registrados por el proceso de globalización y minimiza sus contradicciones. A partir de allí ha florecido la idea de un mundo sin fronteras y donde sólo prevalecen las reglas de los mercados, por lo que los gobiernos nacionales deben tener un rol cada vez menor.

Sin embargo **es innegable que el proceso de globalización enfrenta fuertes contradicciones en el campo comercial derivadas,**

**en primer lugar, de la expansión del proteccionismo en los países industrializados que tuvo lugar durante las dos últimas décadas.**

Pueden señalarse además dos hechos que modificaron el apoyo a la liberalización multilateral y contribuyeron a determinar la relativa debilidad que acompañó el nacimiento de la Organización Mundial del Comercio (OMC).

Por un lado, el programa de la Europa del 92 dio nuevo impulso al desarrollo de la Comunidad y relegó las negociaciones del GATT a un rol secundario. Por otro lado, existe un amplio consenso acerca de los importantes cambios que se han producido en la política comercial de E.U. durante el último decenio. A partir de una mayor injerencia de los distintos grupos de intereses su política comercial va siendo influenciada, cada vez más, por la fuerza política de los mismos y aparece menos comprometida con los principios del libre comercio (CEPAL, 1996). Sobre esta base, E.U. fue desarrollando un unilateralismo agresivo basado en la amenaza implícita y explícita de denegar la entrada a su propio mercado, para ganar acceso a los mercados extranjeros (Hufbauer 1991).

Esto significa que la OMC debe, cada vez más, compartir su papel de protagonista con otras instituciones. Las acciones de la Comunidad Europea pueden llegar a ser más decisivas, a la hora de marcar las dimensiones y el ritmo de la liberalización, que cualquier iniciativa de la OMC.

**Es necesario, entonces, diferenciar el concepto de globalización** (el aumento de la interdependencia entre los flujos de bienes y servicios entre los países como resultado de las propias fuerzas del mercado) **del de multilateralismo**, entendido éste último como la reducción a nivel global de las barreras institucionales al movimiento de bienes y servicios entre las naciones (Oman, 1994).

**Confundir estos dos conceptos no permite entender como han coincidido, en la última década, un avance del proceso de globalización, con un debilitamiento del sistema multilateral y un crecimiento del regionalismo.**

### **III.a. El Nuevo Proteccionismo**

El proceso de globalización requiere de un nivel de integración profunda entre las naciones. Esto implica no solo una reducción en las barreras comerciales nacionales sino también una homogeneización de aquellas políticas internas que afectan a la competitividad. Sin embargo este proceso enfrenta las contradicciones derivadas de un aumento de presiones proteccionistas de nuevo tipo por parte de los países industrializados<sup>3</sup>. En efecto **durante la década de los ochenta se fue desarrollando un fuerte aumento en la aplicación de barreras no arancelarias** -acuerdos voluntarios de exportación, derechos compensatorios, cláusulas anti-dumping, etc.- **que al extenderse sobre todo a sectores maduros como el siderúrgico, textiles, y productos agrícolas, afectaron especialmente al comercio con los países periféricos** (Laird y Nogués, 1989). Esto contribuyó a agudizar asimetrías ya existentes en el campo de las relaciones económicas internacionales<sup>4</sup>.

A pesar de los acuerdos alcanzados en la última Ronda del GATT, esas barreras no arancelarias han mostrado ser muy difíciles de ser desactivadas. El caso de las cláusulas anti-dumping, por ejemplo, (que se han convertido en el instrumento proteccionista preferido del

---

<sup>3</sup>. En situación de abierto contraste los países en desarrollo muestran, desde los años ochenta, una fuerte tendencia hacia la apertura de sus economías.

<sup>4</sup> Como es ampliamente conocido, distintos sectores en los que los países en desarrollo mostraban claras ventajas comparativas -como los productos agrícolas y los textiles- quedaron desde un principio fuera de las negociaciones del GATT.

comercio de E.U.) fue abordado en dichas negociaciones con resultados considerablemente desdibujados.

Las causas de la irrupción de este nuevo proteccionismo se vinculan con: (ver Bekerman y Sirlin, 1995)

a) El fuerte aumento de las exportaciones desde los países asiáticos hacia los países industrializados en un contexto en que estos últimos tienden a presentar -a partir de los años setenta- bajas tasas de crecimiento. Mayores niveles de desempleo o crecientes niveles de desigualdad entre los trabajadores calificados y los no calificados hacen que el ajuste frente a la penetración importadora se haga más dificultoso y que el grado de tolerancia social frente al mismo sea menor. Esta situación puede llegar a agudizarse frente a las fuertes devaluaciones sufridas por las economías asiáticas en los últimos meses que generan aumentos en sus niveles de competitividad.

b) Fallas en el sistema monetario internacional para ayudar a corregir, a través de modificaciones en las tasas de cambio, los fuertes desbalances comerciales entre los países. Es más, las crisis financieras pueden acentuar estos desfases como puede verse en la fuerte devaluación sufrida por el yen durante 1998.

c) La no existencia de un poder hegemónico absoluto en la política comercial internacional. La autoridad y el liderazgo en materia comercial, ejercido por E.U. a partir de la posguerra, se fueron erosionando ante las crecientes posiciones proteccionistas que fue mostrando ese país desde mediados de los años setenta.

Las dificultosas negociaciones que tuvieron lugar a través de la Ronda Uruguay del GATT, representaron un esfuerzo de negociación de reglas globales frente a estas presiones proteccionistas. Los resultados obtenidos están lejos de resolver las asimetrías ya señaladas en materia de relaciones internacionales. Surge de los mismos un mayor

disciplinamiento de los países periféricos (al limitar ciertos subsidios utilizados por los mismos), así como un claro intento de los países industrializados de no perder grados de libertad para proteger ciertos sectores no competitivos de sus economías y para asegurar las ventajas comparativas adquiridas en los sectores tecnológicamente más avanzados.

**El grado de efectividad futura de la OMC y la evolución del multilateralismo depende de que las causas que originaron las crecientes presiones proteccionistas en el Norte puedan llegar a revertirse.** Por eso, aún sus sostenedores más entusiastas dudan del éxito de la OMC, y señalan la imposibilidad de que el sistema mundial alcance el grado de "integración profunda" requerido por el proceso de globalización.<sup>5</sup> Es más, sostienen que, en una primera etapa, este tipo de integración tendrá sólo lugar a nivel de los acuerdos comerciales regionales, o bloques, los que están llamados a tener un crecimiento inevitable durante por lo menos la próxima década (Lawrence, 1993).

### **III.b. La Regionalización**

La regionalización de los mercados, es precisamente la otra tendencia importante que muestra la economía internacional y que puede favorecer el aumento de las asimetrías ya existentes. En efecto, los países excluidos de esos bloques pueden quedar más expuestos a posibles conflictos comerciales o a los negativos efectos del desvío de comercio y de la IED en favor de los países pertenecientes a los mismos.

---

<sup>5</sup>. Para Lawrence (1993) la integración profunda implica avanzar -más allá de la eliminación de barreras fronterizas- hacia la compatibilización de aquellas políticas que pueden discriminar, en forma inadvertida, en contra de otros países.

**Durante los años ochenta el crecimiento del comercio intrarregional superó ampliamente al del comercio internacional global.** Este auge del regionalismo fue fuertemente promovido por las estrategias de las empresas multinacionales orientadas al establecimiento de redes de filiales, integradas regionalmente, en cada uno de los principales bloques comerciales<sup>7</sup>.

El ya señalado abandono por parte de E.U. de las posiciones multilateralistas sostenidas desde la posguerra, brindó al regionalismo un impulso especial (Bhagwati, 1992). Uno de los impactos importantes de la creación del NAFTA fue precisamente el mensaje recibido por el resto del mundo de que E.U. se volcaba hacia la opción regional.

Estas transformaciones, que han modificado la relación de fuerzas en favor del regionalismo, plantean como uno de los interrogantes principales si las mismas contribuirán en el futuro al desarrollo del multilateralismo y a la consolidación del proceso de globalización o si, por el contrario, tenderán a profundizar las tendencias hacia una fragmentación en bloques de la economía mundial.

Dentro del Cono Sur de América Latina, a diez años de la constitución del MERCOSUR, el proceso de integración ha avanzado enormemente. La constitución de una avanzada Unión Aduanera, el fuerte crecimiento que han mostrado en los últimos años los flujos intrarregionales de comercio y los flujos de inversión extranjera (tanto intra como extra-zona), incentivados por la expansión del mercado, son una prueba irrefutable de dicho avance.

Quedan, sin embargo, planteados distintos interrogantes. Uno que alcanza fundamental importancia es hasta que punto los países del

---

<sup>7</sup> El establecimiento de redes de filiales integradas regionalmente (donde existan niveles de protección diferencial con respecto al resto del mundo) puede ofrecer a las empresas multinacionales de E.U. y Europa mejores posibilidades de competir, dentro de esas regiones, con las exportaciones de los países asiáticos.

MERCOSUR demostrarán la decisión política necesaria para llevar adelante un proceso de coordinación de políticas macroeconómicas que se vuelve más urgente en la medida en que aumentan la interdependencia regional y la volatilidad de los mercados financieros externos. Desde la perspectiva de nuestro país la pregunta es hasta **que punto la Argentina está desarrollando todas las posibilidades potenciales que le abre el MERCOSUR para dinamizar su aparato productivo y desarrollar nuevas ventajas comparativas**. Esto está ligado a la **existencia de un** activismo industrial mucho mayor en Brasil, y consecuentemente, a una ausencia de armonización de políticas industriales entre los principales socios del MERCOSUR, lo cual no podía dejar de generar conflictos -como efectivamente están teniendo lugar- por la localización de las inversiones (Bekerman y Sirlin, en prensa).

#### **IV. IMPLICANCIAS PARA LOS PAISES PERIFERICOS.**

Dentro de un contexto de creciente fuerza del proceso de globalización, hemos señalado las distintas tendencias que presentan el comercio y la IED. Con respecto al primero se ha producido un fuerte avance en el comercio de manufacturas (que son las que lideran la expansión de las exportaciones mundiales), junto a un estancamiento de los bienes primarios, y un fuerte desarrollo del intercambio intraindustrial, y del comercio intrafirma. Por otro lado cada vez tiende a ser mayor el protagonismo comercial de los países industrializados y, dentro de los periféricos, el de los países asiáticos de industrialización tardía. En cambio las economías de América Latina están mostrando una declinación de su participación en las exportaciones globales, y en particular la participación de Argentina sigue siendo totalmente marginal y basada en la colocación de commodities primarias e industriales.

**Esta diferencia en el comportamiento de las exportaciones entre los países en desarrollo del Asia y de América Latina no puede ser desvinculada de los patrones de especialización desarrollados por ambos tipos de países.** Como ya fue señalado, los países asiáticos llevaron adelante políticas específicas que les permitieron desarrollar cambios importantes en sus patrones de especialización hacia sectores de mayor nivel tecnológico y de mayor intensidad en el uso de la mano de obra calificada. Es que es evidente que la especialización productiva de un país puede afectar su potencial de dinamismo tecnológico en un contexto en que cada vez más **el desarrollo de nuevas ventajas comparativas y el crecimiento de las exportaciones están siendo determinados por los avances tecnológicos y por la disponibilidad de recursos humanos**<sup>6</sup>

Por otro lado, cada vez es mayor la relación que se va estableciendo entre el comportamiento del comercio y los flujos de la IED. Es así que el crecimiento de dichos flujos, que ha sido muy veloz desde el comienzo de los años ochenta, muestra también una fuerte concentración en los países industrializados y en los países asiáticos de industrialización reciente, en particular en la economía China. En cambio los flujos de IED dirigidos hacia América Latina son sólo una pequeña fracción, si bien creciente, de aquellos dirigidos hacia los países en desarrollo.

Ahora bien, es evidente que con el avance del proceso de globalización las firmas cuentan, cada vez más, con mayores

---

<sup>6</sup> Es posible que el éxito alcanzado por un conjunto de países asiáticos en el desarrollo de ventajas comparativas dinámicas haya contribuido a generar la crisis financiera por la que atraviesan dichos países. En efecto, en la medida en que favorecieron un exceso de optimismo generaron un auge de inversiones que, potenciadas por los flujos especulativos externos y con un sector bancario poco sólido, llevó al desarrollo de burbujas en los distintos mercados de estos países.

posibilidades de elección sobre la localización de sus inversiones a nivel global y regional. Esto ofrece a los países, en primera instancia, la oportunidad de atraer inversiones hacia aquellos segmentos de la producción de bienes y servicios en los que tienen ventajas comparativas estáticas.

**Pero hay otro aspecto en el que la IED puede cumplir un rol estratégico para los países en desarrollo y es el que se relaciona con mejoras en la capacidad tecnológica.** En la medida que la división internacional del trabajo intrafirma avanza, se produce por parte de las empresas multinacionales una búsqueda de fuentes locales de infraestructura e innovación. En ese sentido **el rol asignado a una empresa subsidiaria o el desarrollo por parte de la misma de redes con empresas locales, que permitan crear sistemas de derrame tecnológico, serán claves a la hora de medir los beneficios dinámicos de este proceso para los países en desarrollo.** Pero esto dependerá de las especificidades que ofrezcan dichos países. En la medida en que tiendan a desarrollar los recursos humanos y la infraestructura necesaria, sus posibilidades de avanzar tecnológicamente pueden aumentar

La realidad es que en muchos casos los países en desarrollo, al formar parte de redes de IED, integradas globalmente o regionalmente, han logrado diversificar y expandir sus economías, pero con efectos muy limitados sobre su capacidad tecnológica. Es más, podría señalarse que sólo muy pocos lograron mejorar dicha capacidad a partir de la IED. **Es aquí donde las políticas públicas pueden contribuir a la creación de factores que conviertan a un país en una localización atractiva para actividades ligadas al desarrollo tecnológico.** Esto hará posible avanzar sobre los retrasos que presentan los países periféricos en este

campo y mejorar sus patrones de especialización y de inserción internacional.

Tenemos aquí planteados, entonces, los importantes desafíos y dilemas que presenta la globalización para los países periféricos. **Al mismo tiempo que les señala la necesidad de expandir y mejorar su inserción en la economía mundial, lo cual requiere respuestas eficaces a partir de cambios fundamentales en sus estrategias de desarrollo, les plantea fuertes presiones por parte de empresas, organismos y gobiernos internacionales para llevar adelante políticas establecidas a nivel internacional.** Entre ellas, la apertura económica y las reformas estructurales pueden implicar -de no ser acompañadas por políticas eficaces- una mayor vulnerabilidad económica y política frente a los eventos que tienen lugar en la economía mundial.

Es aquí donde se vuelve importante distinguir los avances que muestra el proceso de globalización, de las vacilaciones que presentan las posiciones multilateralistas de los países industrializados. La confusión de estos conceptos podría derivar en la conclusión errónea de que **la homogeneización de políticas internas de acuerdo a patrones fijados por otros países o instituciones son las únicas respuestas posibles por parte de los países periféricos.**

Precisamente **las dudas existentes en relación a la evolución futura de las relaciones multilaterales y al grado de efectividad que alcanzará la OMC, en un contexto en el que se observa un fuerte avance de los procesos de regionalización y una profundización de las asimetrías existentes en materia de negociación comercial, nos plantean la importancia de profundizar los vínculos regionales y la coordinación de políticas en el seno del MERCOSUR.** Esas políticas,

que deben tender a capturar los posibles beneficios derivados de la propia dinámica impuesta por el proceso de globalización, pueden verse potenciadas por la ampliación de los mercados, y por el aumento en la capacidad de negociación, frente a otros países y bloques comerciales.

**BIBLIOGRAFIA**

-Bekerman M y Sirlin P.(En Prensa). Los desafíos de la política industrial en el MERCOSUR. Revista Informe de Coyuntura. Centro de Estudios Bonaerenses.

-Bekerman M y Sirlin P.(1996). Patrón de especialización y política comercial en la Argentina de los noventa. Desarrollo Económico. Número Especial Vol. 36 Verano.

-Bekerman M y Sirlin P.(1995) Política Comercial e inserción internacional. Una perspectiva latinoamericana. En Revista de la CEPAL, Chile, Num 55, abril.

- Bekerman Sirlin y Streb M. L. (1995). Política económica en experiencias de Asia. Los casos de Corea del Sur, Taiwan, Malasia y Tailandia. Centro de Estudios de la Estructura Económica (CENES). Documento de trabajo Num 2

-Bhagwati J. (1992) Regionalism and Multilateralism: an Overview. World Bank and CPR Conference on New Dimensions in Regional Integration.

-CEPAL (1996). Las políticas comerciales entre América Latina y Estados Unidos. En Notas sobre la economía y el desarrollo. No 594-595 agosto-setiembre.

- CEPAL/ONUDI (1996). Alcorta L. y Peres W. Sistemas de innovación y especialización tecnológica en América Latina y el Caribe.

-Grimwade, N. (1989): "Internacional Trade. New Patterns of Trade, Production and Investment". Routledge, Londres y N. Y.

-Mortimore, M (1992): El nuevo orden industrial internacional. En Revista de la CEPAL No 48. Diciembre.

-Motta Veiga, P. (1988): A Insercao internacional da economia brasileira: condicionamentos e perspectivas. FUNCEX, Río de Janeiro. Texto para Discussao Interna No. 15

- Hufbauer G. (1991): Las perspectivas del comercio mundial en los noventa y sus implicaciones para los países en desarrollo. En pensamiento Iberoamericano Volumen Especial, 10o Aniversario.

- Laird, S. y Nogués, J. (1989): "Trade policies and the highly indebted countries". The World Bank Economic Review, Vol. 3, No. 2.

- Lawrence, R. (1993): "Futures for the World Trading System and Their Implications for Developing Countries. En -Agosin, M. y Tussie, D.: Trade and Growth. New Dilemmas in Trade Policy. Macmillan Press.

-Oman Ch. (1996) The policy challenges of globalization and regionalisation. OECD, Policy Brief Num 11.

-Oman Ch. (1994) Globalization and Regionalisation: The Challenge for Developing Countries. Development Centre Studies. OECD.

-OMC (1995). El comercio internacional, tendencias y estadísticas.

-United Nations (1996) World Investment Report. Investment, Trade and International Policy Arrangements.

-United Nations (1995) Transnational Corporations and Competitiveness. En Transnational Corporations, vol4 No 3, Diciembre.

## CAPITULO SEGUNDO

### LA GLOBALIZACION FINANCIERA Y LOS PAISES PERIFERICOS

Por Benjamin Hopenhayn \*

#### INTRODUCCIÓN

¿Qué entendemos por “globalización financiera”? En sentido general, el libre movimiento de capitales a través de las fronteras nacionales del mundo. Desde un punto de vista económico, y sin salirnos de la ortodoxia teórica, este fenómeno debiera reflejar una gran libertad de movilización de ahorros generados en cualquier parte del mundo hacia oportunidades de inversión en cualquier otra parte. Dichos ahorros disponibles para su colocación nacional o internacional pueden ser presentes o descontados de ahorros futuros (por ejemplo, captación contractual de ahorros futuros en mercados institucionales -fondos de pensión-; aprovechamiento de acceso a ventajas impositivas, etc.). Las inversiones, a su vez, pueden ser en activos “reales” (producción de bienes y servicios) o en activos “financieros” (títulos y obligaciones, acciones, “derivados”, etc.).

---

\* Se agradecen los valiosos comentarios y sugerencias de Diego Giacomini y Martín Hopenhayn. El texto final es, naturalmente, responsabilidad del autor.

El desarrollo analítico del presente trabajo se efectuará a lo largo de dos secciones. A su vez, cada uno de ellas estará subdividida en puntos que abordarán distintas temáticas relacionadas con el fenómeno de la globalización financiera.

La primera sección comprende cuatro puntos. En el I.a se presenta un marco para el análisis del desarrollo de la globalización financiera, basado en tres elementos fundamentales: i) la acumulación de excedentes financieros; ii) los cambios en las condiciones institucionales que han facilitado la intermediación internacional de esos excedentes; y iii) la forma en que la revolución tecnológica de la informática y las comunicaciones transforman radicalmente la velocidad, confidencialidad y seguridad de la transmisión internacional de recursos e instrumentos financieros. Este mismo marco analítico se utilizará en la segunda sección para examinar las perspectivas futuras de la globalización financiera.

En el punto I.b se intenta resaltar la importante envergadura cuantitativa de las transacciones financieras que reflejan los movimientos internacionales de capital. Asimismo se distinguen dos destinos posibles para la masa de dinero que se mueve en los mercados mundiales: por un lado el comercio y la inversión; por el otro el arbitraje de activos financieros y la especulación.

En I. c se busca establecer un nexo entre la globalización financiera con el universo de la producción y el empleo. Finalmente, en el punto I.d se aproxima el enfoque del fenómeno de la internacionalización de los mercados financieros desde la óptica de los países de la periferia.

La segunda sección -dividida en dos puntos-, sigue en general el marco analítico de la primera (recursos, instituciones y tecnología) para visualizar -dentro de condiciones generales de gran incertidumbre- posibles escenarios futuros del mundo financiero internacional, y sus efectos sobre la periferia, en especial desde la perspectiva particular de América Latina. Para ello en el punto II.a se intenta prever distintas perspectivas de evolución de la globalización financiera, haciendo hincapié en sus consecuencias potenciales para los países periféricos y de América Latina en particular. Finalmente en el punto II.b, teniendo en cuenta la gran inestabilidad y volatilidad de los mercados financieros y su dependencia, entre otras cosas, de las percepciones o “sentimientos” de los “mercados”, y de las condiciones económicas de los países centrales, se hacen ciertas reflexiones a modo de notas finales acerca del impacto de la globalización financiera sobre las economías de América Latina, las oportunidades y riesgos que conlleva para su desarrollo, y los desafíos y alternativas que ello involucra para las políticas económicas nacionales.

## **I. LA GLOBALIZACION FINANCIERA CONTEMPORANEA.**

### **I.a. El desarrollo de la globalización financiera contemporánea.**

¿Cómo se fue conformando esta globalización financiera característica del mundo económico contemporáneo? ¿Cuáles fueron las transformaciones estructurales de las últimas décadas que crearon las condiciones para una creciente internacionalización de los mercados financieros?

En el primer cuarto de siglo de posguerra, la “dorada época” de gran crecimiento de la producción y el comercio, se acumulan cuantiosos excedentes financieros, que van a fortalecer los mercados de capitales. Se forma la “masa” de la futura transformación de los mercados financieros dentro y a través de las fronteras.

Las instituciones que regulan e intermedian estas crecientes masas de dinero se van transformando, en una natural puja dialéctica entre mercados y Estados. A medida que crece la fuerza de los mercados, éstos buscan liberarse de limitaciones (regulaciones) para maximizar su potencial de beneficios. Los estados, por otra parte, procuran mantener un régimen ordenado que haga más eficiente -transparente y competitivo- el funcionamiento de los mercados y evite los riesgos que su libertad absoluta plantea para el sistema en su conjunto.

Vale la pena detenerse en tres transformaciones que a lo largo de las últimas décadas ocurren en el marco institucional de las finanzas internacionales (y no sólo internacionales), para comprender mejor cuál es la situación actual y, tal vez, cuáles pueden ser sus perspectivas de cambio.

Institucionalmente, en el plano “regulatorio” superior, o sea el régimen de acuerdos internacionales de gobiernos sobre las reglas del juego que debieran aplicarse en las relaciones financieras internacionales, hasta fines de los 1960 se cumplen bastante plenamente los acuerdos de “paz y prosperidad” establecidos en Bretton Woods. Pero estos acuerdos se derrumban a comienzos del decenio siguiente y desde entonces lo que

McKinnon (1993) llama las reglas del juego del dinero internacional no son explícitas, no son claras, no son estables.

Un rápido recuento de las transformaciones del ámbito monetario internacional ocurridas desde entonces nos ayudará a comprender cuáles son las reglas del juego que van sucediéndose en un mundo rápidamente caracterizado -y en parte dominado- por la globalización financiera, y las alternativas o dilemas que plantea para su evolución futura. Adelantemos la importancia del tema, que volveremos a tratar más adelante.

Uno de los dilemas más complejos e importantes que surge de una visión estructural, es decir, de mediano o largo plazo es: ¿cómo prevenir que los libres mercados financieros globalizados no generen finalmente una situación en que la razón financiera impere sobre las necesidades fundamentales de producción, empleo y estabilidad de la economía mundial, o, en una visión tal vez exageradamente catastrófica, en que la velocidad de enormes transacciones simultáneas no genere una situación cercana al caos, con resultados desastrosos para la economía mundial, como ocurrió con las grandes crisis de fines del siglo pasado o la Gran Depresión de los 30'?

Comencemos con el régimen monetario adoptado en Bretton Woods para la posguerra. Ese régimen se fundaba en paridades cambiarias fijas, ajustables sólo por excepción, y de distinta manera según se tratara de excepciones coyunturales o estructurales. Contemplaba una moneda central de referencia: el dólar, con precio fijo por onza de oro. Se procuraba así lograr la estabilidad cambiaria sin la rigidez del patrón oro (que según las advertencias de Keynes restringía las políticas

macroeconómicas nacionales e implicaba peligros de rápida transmisión internacional de crisis nacionales).

A pesar de las reglas escritas, la realidad impuso un patrón monetario internacional que McKinnon resume así: “De hecho se impusieron tipos de cambio y un nivel común de precios para los bienes transables; y la autonomía macroeconómica de los países participantes [en el nuevo orden monetario] fue de nuevo restringida por un patrón monetario internacional... Esto resultó en un tratamiento asimétrico de las naciones [y se está refiriendo principalmente a las naciones industrializadas] con reglas de juego distintas para los Estados Unidos [potencia monetaria hegemónica]<sup>7</sup> y para todas las demás.”

Vuelve pues en la posguerra a regir un régimen monetario *hegemónico*, como el que había prevalecido con la libra inglesa en la plena vigencia del patrón oro. Ese régimen hegemónico, asentado en el poderío económico y financiero de los Estados Unidos, proporciona claras y estables reglas y una sólida base monetaria para el crecimiento sostenido de la producción y el comercio mundiales, con bajas tasas generales de inflación, a lo largo de los llamados “años dorados” de la posguerra, que después de un breve período de deterioro concluyen abruptamente a comienzos del decenio de 1970.

En realidad las bases del régimen -el poderío y la convertibilidad del dólar en oro- se habían ido erosionando desde tiempo atrás. El debilitamiento del respaldo en oro del dólar (que da lugar a crecientes

---

<sup>7</sup> Una condición fundamental para la hegemonía monetaria -vinculada por supuesto al poder económico y político- es el privilegio de emitir la moneda clave del orden monetario internacional.

movimientos especulativos contra la moneda hegemónica) y el fortalecimiento de los mercados financieros internacionales va debilitando el régimen monetario establecido. Finalmente, a lo largo de los primeros años del decenio de 1970 se derrumban los muros de Bretton Woods y se pasa de un régimen basado en cambios fijos a otro basado en cambios flotantes. Pero como señala Krugman (1984), “el uso de una moneda como dinero internacional refuerza por sí solo la utilidad de esa moneda”, y esa circularidad frena su desplazamiento como moneda central del sistema. Situación que todavía prevalece, aunque ya modificada de hecho por el debilitamiento de la posición financiera de Estados Unidos en el mundo y por el fortalecimiento simétrico de otras monedas cuyas economías proporcionan el financiamiento de los déficits del hegemón.

Junto con el desmantelamiento del régimen de Bretton Woods, la economía mundial entra en un período de estancamiento con inflación, con una enorme volatilidad de tipos de cambios, de tasas de interés, de precios. Para enfrentar esos peligros, después de un fallido intento de reimplantar un “Bretton Woods” reformado en la carta del FMI, los Estados Unidos adoptan al final del decenio de 1970 un fuerte giro de política monetaria (conocido como el Plan Volcker). Visto en retrospectiva, este cambio monetario tiene los siguientes resultados principales: después de una profunda pero breve recesión, frena de cuajo la inflación, aumenta abruptamente las tasas de interés reales en el mundo, revaloriza fuertemente el dólar, y coincide con la explosión de los déficit fiscal y de balance de pagos de los Estados Unidos (también, como es sabido, contribuye a desencadenar la crisis de la deuda de Latinoamérica, al aumentar abruptamente las cargas de interés de la

misma al tiempo que cae la demanda mundial y los precios de sus principales productos de exportación).

Para mediados de los 1980' el dólar se había revalorizado de tal manera que se tenía la impresión de estar en una gran "burbuja" cambiaria que podría explotar con riesgo universal. Aquí se hace presente otro cambio institucional de importancia: el acuerdo entre los "grandes" (G-7), que en realidad es el acuerdo entre Estados Unidos, la Comunidad Europea y el Japón, para actuar concertadamente en el mercado internacional de cambios (como dato interesante: a pesar de sus enormes déficits comerciales, las reservas de Estados Unidos ascienden del orden de 10.000 millones de dólares a mediados de los 1980 a 50.000 millones a comienzos de los 1990). Esto no ha impedido episodios conocidos de especulación o "ataques especulativos" contra divisas, en particular contra divisas de países de la periferia -México en 1995, Tailandia, Indonesia y otros países asiáticos en 1997-98- aunque parece haber contenido parcialmente la volatilidad cambiaria entre las monedas de los principales países industriales (el caso reciente del Japón pone un signo de interrogación a esto último). De todos modos las fluctuaciones de los tipos de cambio dominantes siguen siendo históricamente muy altas como para poder calificarla de "normales".

Otro esfuerzo institucional de los Estados -a través de sus bancos centrales- por reducir los riesgos sistémicos internacionales y nacionales se viene realizando pacientemente desde hace una década al menos en el seno del Banco de Ajustes Internacionales, o Banco de Basilea, con la formulación y concertación de acuerdos multilaterales para homogeneizar las regulaciones y coordinar la supervisión operativa de las bancas nacionales y transnacionales de los países participantes.

Estos Concordatos de Basilea, que ya cubren las actividades bancarias de los principales países, procuran ahora, con grandes dificultades, extenderse a las actividades financieras no estricta o tradicionalmente bancarias, que conforman una masa cada vez mayor y constituyen de hecho otra de las transformaciones monetarias internacionales que sustentan la globalización financiera. A ella pasamos.

Desde mediados de los 1960, junto con la erosión de las reservas del dólar, la relativa abundancia de recursos financieros en otros países industrializados, el cuestionamiento político (De Gaulle) de la hegemonía monetaria del dólar y algunos fenómenos especulativos en los mercados cambiarios, surgen instituciones financieras “desligadas” de centros de regulación y supervisión. Nacen en la City de Londres y se expanden explosivamente después de las convulsiones de comienzos de los 1970. Son los llamados “euromercados” y “centros financieros extraterritoriales”.

Estas instituciones “desreguladas” ofrecen a depositantes del mundo ventajas muy grandes sobre la banca institucionalizada: anonimato (inclusive el tributario), liberación de controles, gran movilidad para trasladar fondos de una u otra parte (acrecentando la dificultad de “rastrear” origen y colocación de esos fondos). Esas ventajas no quedan limitadas a paraísos fiscales, sino que se extienden por las finanzas internacionales en general, con la transformación de las actividades de los grandes bancos transnacionales y el rápido ascenso de otros intermediarios financieros no bancarios.

Sobre este escenario de fines de los 1960-debilitamiento primero y luego desmantelamiento del régimen de Bretton Woods por una parte, y por la

otra el florecimiento de instituciones financieras “extraterritoriales” y “desreguladas”- se descargan dos “shocks” económicos internacionales, con enormes efectos financieros. A comienzos de los 1970 el “shock” de los precios del petróleo, que genera enormes excedentes líquidos sin posibilidad de colocación en los países superavitarios. Brota una masa de petrodólares que va principalmente a las arcas de los grandes bancos. Para estos el problema se invierte: más que de captar fondos, se trata de colocarlos con ganancia. Ello da origen en buena parte a la crisis de la deuda externa latinoamericana de los ‘80 (ver Dinenzon-Hopenhayn, 1987): entre 1976 y 1982 la deuda creció de 11.000 a 40.000 millones de dólares; ya a partir de 1980 prácticamente no hubo ingreso neto de capitales, hasta fines de los 1980 o comienzos de los 1990.

Hay un segundo “shock” financiero internacional, del cual se habla mucho menos, a lo largo de los ‘80: los grandes desequilibrios de las cuentas corrientes del balance de pagos, sobre todo entre los países más importantes del Norte. Estos desequilibrios deben compensarse, como se sabe, por la vía de la cuenta de capitales: los países con “superávit” en cuenta corriente suelen ser exportadores de capital, y a la inversa con los que tienen “déficits”. Aquí el factor principal es el gran déficit externo de los Estados Unidos, iniciado en 1982 y que continúa aun hoy en magnitudes superiores a los 100.000 millones de dólares anuales. El financiamiento de este déficit genera grandes movimientos de capital de diverso tipo hacia ese país, que nutren el proceso de globalización financiera.

Esto ocurre, como el “shock” petrolero anterior, después de derrumbados los muros de contención establecidos en Bretton Woods,

especialmente a través de la regulación de los tipos de cambio y de los requisitos de equilibrio de balance de pagos. En otros términos, ocurre en un mundo de cambios flotantes<sup>8</sup> de un grado de volatilidad al cual parece que nos estamos acostumbrando pero que resulta incompatible - si atendemos a las lecciones de la historia económica del mundo- con períodos de orden, crecimiento y estabilidad. Recordemos que desde el punto de vista de los tipos de cambio -uno de los ejes de las relaciones económicas internacionales-, en la primera mitad de los '80 el dólar se revaloriza con respecto a las otras principales monedas en más de un 50%; y que se desvaloriza tanto o más aún en los tres años subsiguientes.

Hasta aquí vimos que coinciden dos fenómenos estrechamente vinculados entre sí. Por una parte, una fuerte expansión de masas de recursos financieros para ser intermediados -por organizaciones bancarias y no bancarias- en los mercados de capitales internacionales. Por la otra, trascendentes cambios institucionales en el orden monetario internacional, en sus “reglas del juego” (de cambios fijos a cambios flotantes, de requisitos de equilibrio y una cierta simetría de balances de pagos a fuertes desequilibrios con asimetrías) y en las condiciones de la

---

<sup>8</sup> Un tipo de cambio flotante es aquel en el cual el valor de cambio de una moneda frente a las restantes no está fijo, sino por el contrario está sujeto a la oferta y demanda de monedas en el mercado cambiario. La flotación puede ser total o limitada por las autoridades monetarias nacionales o internacionales. En contraposición, con un tipo de cambio fijo se supone que el valor de intercambio de una moneda frente a las demás no fluctúa, pues está respaldado por las reservas oficiales. Esto implica la obligación del Gobierno -normalmente a través del Banco Central- de intervenir en el mercado, comprando o vendiendo divisas internacionales de modo de mantener el tipo de cambio establecido.

intermediación financiera (desmantelamiento de restricciones y regulaciones a los movimientos de capital a través de las fronteras).

Sobre estas condiciones potenciales ofrecidas por la masa de dinero móvil y la liberación institucional se descarga el impacto de la revolución tecnológica en la informática y en las comunicaciones. Los cuantiosos fondos acumulados en instituciones altamente desreguladas circulan entonces globalmente a través de los satélites que unen los mercados financieros del mundo en días de 24 horas.

#### **I.b. Dimensiones y destinos de la globalización financiera.**

**¿Cuál es la magnitud en términos cuantitativos de la globalización financiera? ¿La masa de dinero que fluye a través de los mercados internacionales tiene como destino principal el financiamiento del comercio y la inversión, o prioriza otros objetivos?**

La globalización financiera se refleja cuantitativamente en el espectacular aumento del movimiento internacional de capitales, que se multiplica en cerca de 100 veces entre 1977 (final del “shock” de los petrodólares) y 1996. La enorme masa de dinero que se mueve a través de las fronteras (1.6 billones de dólares diarios según los últimos informes del Banco de Basilea, que es la fuente más fidedigna), puede dividirse en dos esferas, que por supuesto están intercomunicadas: la que flexibiliza y amplía las fuentes del financiamiento internacional para fines de crédito (un gran porcentaje dedicado al financiamiento de

desequilibrios de pagos externos), comercio e inversión; y la que se dedica al arbitraje entre activos financieros<sup>9</sup> y a la especulación.

Aunque es sumamente difícil tener estadísticas confiables en un mundo donde las transacciones se hacen a través de satélites de comunicación y teclados de computadoras, hay datos que sirven para ilustrar órdenes de magnitud: las transacciones anuales en los mercados de divisas superan en más de cincuenta (¡50!) veces el valor del comercio internacional. ¿Dónde va el resto? Es éste uno de los grandes enigmas de la economía internacional contemporánea, que preocupa a los investigadores académicos y a los responsables de la política monetaria de los países centrales. Abunda la literatura económica sobre este tema tan importante y tan controvertible (Ver Montiel, 1993).

En efecto, cabe preguntarse: ¿a dónde van esos miles de millones de dólares que diariamente circulan por las mesas de dinero internacionales sin financiar directamente actividades de inversión física, producción o comercio? He buscado explicaciones en trabajos especializados y en informes de organismos internacionales dedicados al estudio de estos temas (FMI, Banco Mundial, OECD, UNCTAD, BIS). No he encontrado respuestas definidas. Al final he llegado a la conclusión de que se ha ido creando en el mundo una suerte de mercado internacional de capitales con muy débiles o alejados vínculos con la producción de bienes y servicios reales. Ese mercado genera su propia renta en un comercio de dinero que en tiempo real y vía teclados

---

<sup>9</sup> “El arbitraje es una operación financiera de compra y venta simultánea de un producto o una divisa entre dos o más mercados donde hay diferencias de precio. El propósito del ‘arbitrador’ es obtener una

de computadoras una mesas de dinero alrededor de la tierra en satélites de comunicación, que se especializan en el comercio de activos financieros, aunque reciben y transmiten señales al mundo de la producción y el trabajo.

El FMI ha estado preocupado desde hace más de una década por la etiología del fenómeno, y se ha concentrado en un síntoma: la “discrepancia estadística”<sup>10</sup> de los balances de pagos del mundo. Las cuentas no cierran. Múltiples estudios han tratado de encontrar las fuentes de la “discrepancia”. No han llegado a conclusiones más firmes que: “hay que mejorar las estadísticas”. Pero infieren la importancia que tienen los tráficos de drogas y de armas, los centros financieros “extraterritoriales” y las argucias de facturación en el comercio internacional. Pensemos en las dimensiones que puede adquirir la acumulación a lo largo del tiempo de este “dinero negro” internacional - que en las “discrepancias estadísticas” oficiales del FMI suma cerca de 50.000 millones de dólares anuales desde hace más de diez años. Pensemos en su peso creciente, no sólo en la economía internacional, sino en las economías nacionales, sobre todo en las más débiles y desreguladas. Aunque nos salgamos del tema de este trabajo, pensemos en su capacidad de influencia sobre el poder político y en su capacidad de corrupción.

---

ganancia de la diferencia de precio, y el efecto de su acción es reducir o eliminar esa diferencia.” (Macmillan Dictionary of Modern Economics).

<sup>10</sup> Por definición contable, la sumatoria de los superavits de balance de pagos de todos los países incorporados en las estadísticas financieras internacionales debe ser igual a la sumatoria de los déficits. En la economía internacional de fines de siglo, sin embargo registra una anomalía: tales estadísticas revelan diferencias muy considerables: es ésta la llamada “discrepancia estadística”.

**I.c. La globalización financiera y el mundo de la producción y el trabajo.**

**¿Cuál es la relación existente entre la globalización financiera y el mundo de la economía “real”: la producción el comercio, el empleo?**

La preocupación política central de la economía es cómo hacer que ésta funcione eficientemente como herramienta social. Esto debe traducirse fundamentalmente en producción, intercambio y empleo para mejorar el bienestar de la población. Corresponde entonces analizar de qué manera la globalización financiera -que está en el núcleo de las relaciones económicas internacionales- contribuya positivamente al desarrollo nacional e internacional, o en términos más utilizados por la literatura económica, al bienestar general.

Una de las conclusiones a que lleva el análisis del destino de los fondos que circulan a través de globalización financiera contemporánea -que se parece en esto, aunque en otro mundo económico, en otras dimensiones y otros alcances a fenómenos análogos que registra la historia, sobre todo en la Europa del siglo XIX- es su distanciamiento del mundo real de la producción, el comercio y el trabajo; se vincula cada vez más con el negocio de los activos puramente financieros, en una suerte de “esfera monetaria” cada vez más alejada de la “esfera real” de la economía.

Sin tener la osadía de ofrecer una respuesta universalmente válida a ese gran dilema, podemos adelantar que la globalización financiera tiene relaciones diversas con la llamada economía “real” (de la producción, el comercio y el empleo). Entre otras cosas, su relación con la transnacionalización de la economía es bastante clara.

El hecho de que el dinero circule más libremente entre las naciones facilita las actividades de los agentes que están mejor vinculados al sistema financiero. Por ahí es donde podemos encontrar la relación entre la globalización financiera y el proceso de transnacionalización de la producción y el comercio liderado por las grandes firmas multinacionales (tema tratado en la primera parte de este artículo).

#### **I.d. La globalización financiera desde la periferia: una primera aproximación.**

**¿Qué efectos tiene el ingreso de capitales internacionales en las economías receptoras de los mismos? ¿Importa la forma en la cual ingresan los capitales (préstamos, inversiones, compra de títulos, colocaciones de cartera financiera)?**

Una característica central de la globalización financiera es que el movimiento internacional de capitales se concentra en los países industrializados o centrales (véase como ejemplo notable el financiamiento del déficit externo de los Estados Unidos, que en diez años pasaron de ser el mayor acreedor a ser el mayor deudor del resto del mundo). Pero la globalización o transnacionalización financiera también ha creado y sigue creando oportunidades - y riesgos- para un

grupo selecto de países periféricos, calificados en la jerga financiera como “mercados emergentes” (principalmente del Asia y de América Latina).

Hay que tomar en cuenta otra característica central de la nueva globalización financiera: la asimetría en la volatilidad de sus flujos hacia países centrales y países periféricos. En tanto los primeros cuentan con una oferta firme de préstamos e inversiones internacionales a plazos y tasas de interés bastante homogéneas, los países periféricos han debido hacer frente a una gran volatilidad en la disponibilidad de fondos. Esta volatilidad parece depender de los ciclos de la economía de los países centrales, que entre otras cosas se traducen en los llamados “ciclos de crédito”. Lo cual agrega una vulnerabilidad externa a la economía de los países periféricos: la vulnerabilidad a cambios en esos “ciclos de crédito”, que suelen asumir caracteres de tipo “shock” en el flujo de capitales externos. Pero también depende, como lo demuestran los traumáticos episodios de la crisis de México en 1995 y la que se desata en un grupo de países asiáticos desde mediados de 1997 -y que no sólo no se atenúa, sino que más bien se agudiza y se extiende hacia otras regiones de la periferia, y aún a la “segunda” economía industrial, como es la del Japón- de otros fenómenos de naturaleza más volátil y especulativa, vinculados a lo que suele llamarse los “sentimientos” (gran paradoja semántica!) de los “mercados”.

La Argentina, y otros países de la América Latina, experimentaron ya varias veces estos “shocks”, desde la crisis de la deuda. La misma vulnerabilidad a “shocks” externos, percibida por los mercados financieros internacionales, impone altas primas de interés y reduce los plazos de los fondos que ingresan del exterior. Esto tiene un efecto de

“contagio” sobre los activos financieros internos, encareciendo e imponiendo condiciones más rígidas para el capital de préstamo que sustenta las actividades productivas locales.

Distingamos: no existe un universo homogéneo de “mercados emergentes”. Se registran importantes diferencias o asimetrías en las dimensiones, la continuidad y el destino de los fondos que se han dirigido hacia diversos “mercados emergentes” de la periferia en la última década. En general los países del Asia, además de recursos financieros de “cartera”, es decir fondos líquidos, vinculados en su mayor parte a inversiones productivas, recibieron un excepcional influjo de inversiones extranjeras directas orientadas a aprovechar el mercado de consumo interno y las condiciones de producción y participación en el comercio internacional. Por otra parte, en América Latina prevalecieron las llamadas inversiones directas vinculadas al proceso de privatizaciones y las inversiones de “cartera” no directamente canalizados a inversiones productivas.

Otra diferencia importante -ampliamente tratada en la literatura económica- entre la naturaleza y el destino de los fondos externos, es que en Asia, en general, las inversiones extranjeras directas -y el uso nacional de otras fuentes de financiamiento- está estrechamente vinculada a la inserción internacional de esas economías. Buena parte de los fondos, en efecto, se destinan a aprovechar ventajas comparadas preexistentes (mano de obra abundante y barata) y a crear ventajas dinámicas en sus exportaciones de productos no tradicionales. En América Latina, salvo excepciones, esos fondos parecen destinarse a aumentar el consumo, financiar la reestructuración del Estado,

principalmente vía privatizaciones, y aprovechar ventajas comparadas estáticas basadas en la explotación de recursos naturales.

Estas diferencias tuvieron efectos notables cuando se produce la retracción de fondos a mediados de los '90: los países de rápido crecimiento Asia -y Chile- continúan creciendo a ritmo acelerado, sin mayores perturbaciones macroeconómicas. Sin tratar de explorar la diferencia en profundidad -a lo cual, reiteramos, se ha dedicado una vasta literatura-, cabe señalar una discrepancia notable. En los países que continúan creciendo se advierte un círculo virtuoso entre ahorro externo y ahorro interno. Este último crece vigorosamente (en Asia y Chile llegan a superar el 30% del PBI). En los países que ven contraerse su actividad económica con la reducción de los flujos externos el ahorro interno se mantiene en niveles relativamente bajos. De ahí que se haya advertido que el ingreso masivo de capitales externos no discriminado ni regulado puede tener un efecto nocivo agudo, ya sea cuando financia directamente un aumento considerable del consumo, privado y público, ya sea cuando sustituye ahorro interno en el financiamiento de la inversión (en este último caso libera fondos para ser volcados al consumo). En ambos casos el efecto es un debilitamiento del ahorro interno necesario para un proceso de inversión y crecimiento sostenidos.<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> La gran crisis desatada en varios mercados asiáticos desde mediados de 1997 genera dudas sobre el poder relativo de los movimientos especulativos internacionales con respecto a las políticas nacionales de acumulación. Los movimientos internacionales de capital pueden, en efecto, desequilibrar economías nacionales basadas en dos premisas fundamentales: el ahorro interno y el ingreso de capitales bajo la forma de inversión extranjera directa. El tiempo dirá en qué medida estos últimos factores son capaces de superar las actuales crisis de economías periféricas receptoras de capital externo. Pero es éste un “episodio” de la economía internacional y de las economías nacionales de la periferia -¿y del Japón?- que merece un atento seguimiento y tal vez un replanteo de las condiciones de éxito a largo plazo de distintos modelos de crecimiento y desarrollo.

(Cabe aquí insertar una aguda observación de Robert Lucas: “Los flujos de capital son simplemente contratos de préstamos: el país pobre adquiere ahora capital del rico, en retorno de promesas de flujos de bienes en sentido contrario, durante una fase (que puede durar para siempre) en forma de pagos de interés o utilidades repatriadas” (Ver R. Lucas, 1990).

La forma de superar esta situación de desventajosa dependencia estructural es a través de lo que la CEPAL, 1995, llama el círculo virtuoso del endeudamiento: en una primera fase de alto endeudamiento éste se canaliza hacia inversiones de alto retorno e internacionalmente competitivas; éstas, en una etapa posterior, son capaces de generar los recursos financieros locales y las divisas con que servir la deuda contraída -en forma de préstamos o inversiones directas-, y generar excedentes para continuar el proceso de inversión-crecimiento y liberarse del estrangulamiento externo a través de los superávits de su balance comercial.

En los casos en que el esfuerzo nacional de ahorro e inversión no fortalece la capacidad estructural de crecimiento autosostenido de una economía periférica, la globalización financiera no sólo facilita temporalmente el acceso a recursos del resto del mundo -de hecho, lo ha hecho en forma impresionante en los últimos años-, sino que paralelamente aumenta la dependencia de esos recursos y de los principales actores que deciden su distribución en el plano internacional. En tales casos las políticas nacionales se ven cada vez más condicionadas por la “opinión de los mercados internacionales”. Lo cual transforma un problema de obtención de recursos financieros en un

problema de cesión de poder sobre las decisiones de política económica y social. No es éste un problema nuevo. Forma parte, es sabido, de las relaciones entre centro y periferia. Sólo que la globalización financiera lo agudiza. La actual crisis asiática confirma en forma crucial y cruenta esta relación de dependencia.

Por mucho que la economía mundial siga signada por una alta dosis de incertidumbre, no pequemos de falta de equilibrio o de realismo en poner más énfasis en los riesgos que en las oportunidades de acceso a los mercados de capital internacionales. La globalización financiera es un hecho fundamental de la economía internacional contemporánea, un hecho inescapable que pone a disposición de mercados y Estados recursos financieros del resto del mundo. Como tal, es una fuente de oportunidades de financiamiento de la producción y el comercio. Pero esas oportunidades hay que saber aprovecharlas, con políticas conducentes al desarrollo y la transformación estructural de las economías nacionales de países de la periferia. La importancia de las estrategias y las políticas nacionales se hace patente en la trayectoria reciente de los países de la periferia, si se estudia el tema en la forma casuística necesaria para no caer en generalidades peligrosas.

Vivimos -y probablemente seguiremos viviendo- en un mundo de globalización financiera. A él debemos adaptarnos, como al clima. Pero la adaptación puede ser "pasiva" o "activa": desde el sometimiento a las condiciones del capital financiero internacional, hasta la negociación prudente pero firme para procurar en tiempo y forma los recursos externos adecuados para complementar el ahorro interno a fin de sustentar la inversión conducente al desarrollo nacional.

El caso argentino ilustra claramente la situación señalada, en cuanto al nuevo marco internacional creada por la creciente globalización financiera. En las dos últimas décadas la disponibilidad de financiamiento externo abundante se relaciona estrechamente con fuertes y bruscos cambios en los equilibrios económicos internos (y en la distribución de sus beneficios y sus costos).

Así, entre 1977 y 1980 se aflojan las restricciones de pagos externos y de equilibrio fiscal y se financia con endeudamiento externo un gran aumento del gasto público y privado, en un mundo en que los grandes bancos internacionales buscan colocar en el exterior un exceso de capitales prestables que no son demandados por los países centrales, cuyas economías atraviesan por una fase recesiva. La situación se revierte por razones externas (empinado aumento de las tasas de interés internacionales y caída en los términos del intercambio) y el exceso de endeudamiento no canalizado hacia inversiones reproductivas con capacidad de repago externo da lugar a una larga crisis de ajuste: la crisis de la deuda externa que caracteriza el estancamiento y la inestabilidad económica del decenio de los 1980.

El determinante marco financiero externo vuelve a cambiar para la economía argentina a partir de 1990, cuando grandes masas de capital externo -esta vez no bancarios- fluyen hacia "mercados emergentes" (entre ellos el argentino). Esta nueva situación financiera internacional contribuye de modo decisivo para lograr unos años de alto crecimiento económico con estabilidad. Ingresan abundantes fondos del exterior que facilitan un fuerte aumento del gasto, superando las restricciones fiscales y de balance de pagos. Pero estas limitaciones reaparecen y se entra en crisis con la reversión de los capitales externos, movidos en

buena parte por cambios en la política monetaria de Estados Unidos, su impacto sobre las tasas de interés internacionales desde comienzos de 1994 y el efecto contagio de la crisis mexicana (que se hace sentir en particular sobre la economía argentina). La crisis financiera asiática de 1997-98 (aun no concluida) amenaza restringir nuevamente el ingreso de capitales e impone medidas restrictivas a la economía nacional.

De lo anterior se desprende una conclusión fundamental para comprender el contexto económico internacional. La globalización financiera -que es el régimen internacional imperante- hace más vulnerables las economías periféricas a los avatares y vaivenes de las economías centrales y a los cambiantes “sentimientos” de sus mercados o intermediarios financieros.

## **II. ESCENARIOS Y POLITICAS**

### **II.a. Perspectivas de la globalización financiera.**

**¿Qué alternativas cabe prever para el futuro de la globalización financiera? ¿Cómo afectarían tales alternativas a las economías de los países de América Latina?**

Empecemos aquí por hacer algunas advertencias fundamentales sobre las fuertes -y debatibles- limitaciones que implica arriesgar previsiones - en una economía mundial de escenarios tan inciertos- sobre las perspectivas a mediano o largo plazo de la globalización financiera y su impacto en las economías nacionales. En primer lugar, que la globalización y la economía internacionales constituyen procesos

dinámicos influidos por múltiples variables. Resulta muy difícil concebir un “modelo” económico que las incluya en su totalidad y establezca sus interrelaciones.

Más en general, las herramientas de la disciplina económica se han mostrado hasta ahora más útiles para el análisis del pasado -y en todo caso del presente- que para pronosticar el futuro, sobre todo si se trata de un futuro de mediano y largo plazo de carácter global. Más difícil es la tarea porque desde hace décadas la economía mundial y en especial las finanzas internacionales navegan en mares de inestabilidad e incertidumbre excepcionalmente agitados (Galbraith llamó al siglo XX el “siglo de la incertidumbre”).

Las advertencias anteriores imponen modestia al emprender un intento por prever las perspectivas de evolución de la globalización financiera y su vinculación con la economía internacional contemporánea, en una relación por supuesto interdependiente entre ambas. Corresponde advertir también aquí que el intento de avizorar futuras tendencias tiene en estas páginas un objetivo determinado: cómo afectarán esas tendencias a los países periféricos, y a la América Latina en particular.

Resumamos el esquema analítico utilizado hasta ahora para comprender de qué manera la globalización financiera se ha convertido en una característica fundamental de la economía contemporánea. Su explosivo crecimiento en las últimas décadas se relaciona básicamente con cambios a) en el volumen o “masa” de excedentes financieros, b) en las instituciones que regulan o canalizan (intermedian) esos excedentes, y c) en la tecnología disponible y utilizada por los “operadores” o intermediarios financieros.

En este capítulo nos apoyaremos en un esquema analítico similar para construir uno de los dos pilares que sustentarían escenarios alternativos sobre las perspectivas de la globalización financiera. El otro pilar será ofrecer hipótesis sobre las perspectivas de transformación de la propia economía mundial. Intentaremos pues, en forma muy sintética, una previsión -desde las circunstancias actuales- de posibles cambios en las “condiciones” que hicieron posible el proceso de globalización de la economía contemporánea.

### **II.a.1 - Condiciones:**

#### **- Volumen o masa**

El volumen de operaciones del mercado mundial de cambios de divisas es la forma convencional de dimensionar la globalización financiera. Se observó que ese mercado había crecido explosivamente en las dos últimas décadas. Su crecimiento ha seguido siendo notable en los últimos años. Según el Banco de Basilea, el promedio diario neto de operaciones aumentó de 590.000 millones de dólares en 1989 a 820.000 en 1992 y a cerca de 1.2 billones en 1995. Es decir, un crecimiento superior al 10% por año. A modo de comparación, la economía mundial creció en el mismo período a un promedio inferior al 3% anual, y el comercio a un 6%. También creció notablemente la inversión extranjera directa, que es otro componente de las transacciones de divisas vinculadas a la economía “real”, y que debiera dividirse en transacciones que sólo involucran cambios de titularidad de la propiedad y en inversiones reales que aumentan la capacidad productiva y facilitan la transferencia de tecnología.

Para los próximos años las proyecciones más difundidas por los organismos oficiales internacionales (basadas en grandes y sofisticados modelos econométricos) prevén un crecimiento de la economía mundial del orden del 2-3 % anual, y un incremento del comercio entre el 6 y el 8%. Por otra parte, no se ven límites al horizonte de “transnacionalización” mediante instalación, fusión y adquisiciones de grandes empresas de distintos países. Esto daría una base a la expansión de la globalización financiera vinculada con la economía de la producción y el comercio.

De todas maneras el elemento que explica la mayor parte del explosivo crecimiento de la globalización financiera se da en el sector de arbitraje y especulación (inclusive buena parte de las llamadas inversiones “de cartera”). Este sector se ha basado en buena medida en oportunidades de renta por aprovechamiento de la volatilidad de las tasas de interés y las paridades cambiarias (incluyendo los ataques especulativos sobre monedas de países periféricos, como se viene dando en varios países del Asia desde mediados de 1997). ¿Continuará tal volatilidad? ¿Se irá reduciendo? Los signos son contradictorios. En apariencia, hay una suerte de acuerdo de concertación de los gobiernos de los países centrales para reducir los márgenes de volatilidad entre tasas de interés y paridades cambiarias de los principales mercados.<sup>12</sup> La valorización

---

<sup>12</sup> Hay una teoría de “bandas” o “zonas” cambiarias, que sostiene la necesidad de que las paridades cambiarias no fluctúen sino dentro de ciertos márgenes -máximo y mínimo- preestablecidos. Esto se ensayó - como se verá más adelante- con los acuerdos del Plaza y del Louvre (1985 y 1987) del G-7, así como dentro del Sistema Monetario Europeo, con la intervención concertada de los bancos centrales de los principales países. Aunque los resultados no fueron del todo exitosos, como lo demuestra cualquier serie estadística del último quinquenio, sí parecen haber logrado

del dólar y sobre todo la depreciación del yen en lo que va del último año muestran las dificultades de tal concertación en el ámbito de la globalización financiera. Por otra parte, cabe esperar que el mercado cambiario se hará más previsible y transparente con la creación de la moneda europea\*\*, que reducirá notablemente las posibilidades de arbitraje y especulación entre las monedas de uno de los mercados más voluminosos, y entre éstas y las otras monedas de mayor peso en los mercados mundiales de divisas. Otro efecto buscado de la creación del euro es de suma importancia para el desenvolvimiento futuro de la economía mundial y de los efectos de la globalización financiera: la reducción de la hegemonía monetaria de los Estados Unidos y de los alcances de su política monetaria. El tiempo dirá si esta suerte de hegemonía compartida entre el dólar y el euro sirven para contener la volatilidad cambiaria y reducir los riesgos de la globalización financiera.

Podríamos recurrir aquí, para efectos de previsión, a la teoría monetaria internacional, que se apoya básicamente en la teoría de los tipos de cambio y los determinantes de sus paridades. Sin embargo, la polémica teórica -y sus ensayos de comprobación empírica- alrededor de este tema sigue sin dar pautas claras para orientarse alrededor de la volatilidad cambiaria potencial. No es obvio que las principales monedas hayan alcanzado una situación de "equilibrio". ¿Cuál será la relación futura entre el dólar y el euro, y acaso el yen?

La experiencia reciente sigue deparando sorpresas y conteniendo elementos de incertidumbre vinculadas a la situación interna y externa

---

reducir redujeron los márgenes de ataques especulativos en los mercados financieros.

de las economías en que se sustenta el valor cambiario de las monedas nacionales. A mediano y largo plazo se plantean preguntas de bulto y de difícil respuesta. Por ejemplo: ¿cómo incidirá la acumulación de superávits de pagos externos por el gigante de China y los países asiáticos en los mercados cambiarios? ¿Qué efecto tendrá la unidad monetaria europea sobre el alto componente especulativo de los mercados internacionales de divisas? ¿No tiene límites la capacidad de endeudamiento externo de los Estados Unidos -el hegemon del sistema-, y cuál será su incidencia futura sobre las tasas de interés y los tipos de cambios internacionales?

Otro elemento de juicio central para cualquier previsión es qué ocurrirá con la gran masa acumulada de dinero volátil que gira especulativamente en la economía mundial, y que habíamos caracterizado, metafóricamente, como una masa satelitaria con pocas relaciones con la economía de la producción, el comercio y el trabajo. Una corriente importante de opinión es que se ha formado una enorme “burbuja” financiera. La forma en que se reduzca esa “burbuja” será decisiva para la economía mundial. A esto volveremos a referirnos.

Dentro de los cambios al interior de la globalización financiera que tiene particular interés para este trabajo, está la evolución de los movimientos de capitales externos hacia los países periféricos y en la América Latina (comparable con las cifras anteriores en cuanto a tendencia, no en cuanto a volumen, pues el mercado de cambios se concentra, como se sabe, entre las principales monedas de los países centrales.) El crecimiento de los movimientos externos registrado en la periferia,

---

\*\* Moneda única para todos los países miembros de la Comunidad Económica Europea.

inclusive en América Latina, también fue espectacular, aunque más en forma de “oleadas”. En efecto, según el FMI, en 1990 ingresó en los países en desarrollo un total neto de 43.5 miles de millones de dólares (18.5 en América Latina). En 1995 la suma fue de 193.7 miles de millones (61.8 para América Latina). Pero el año “pico” fue 1993, con un descenso notorio en 1994.

De todos modos, cualquier escenario futuro sobre la periferia y la América Latina deberá tomar en cuenta ciertos elementos fundamentales. En primer término, el comportamiento y la evolución de las economías de los países centrales, donde se genera e intermedia la mayor parte del ahorro mundial. Luego, la evolución de las variables económicas de los países periféricos que focalizan los evaluadores del riesgo de distintas colocaciones financieras, como ser sus perspectivas de crecimiento, los resultados de la cuenta corriente del balance de pagos y la solidez del sistema bancario nacional. Tales variables no sólo afectan las economías internas de los países periféricos, sino que constituyen elementos decisivos para la percepción de oportunidades y riesgos por los operadores financieros internacionales, y las decisiones que inyectan o retraen capital externo.

Un elemento importante de cualquier previsión tendencial es que los operadores financieros internacionales están invirtiendo en desarrollar capacidad de información y análisis para distinguir las posiciones y potencialidades de distintos “mercados emergentes”, aunque todavía no estén exentos de brotes de comportamiento de “manada” (tal parece ser la experiencia del Asia desde la crisis tailandesa de mediados de 1997). Vale la pena subrayar, tomando en cuenta la distinta naturaleza de los movimientos de capital internacionales, que si las perspectivas de un

país periférico son de crecimiento sostenido con estabilidad, condiciones favorables de gobernabilidad y mejoras en su capacidad competitiva internacional, se verán atraídos capitales de inversión, también de largo plazo. Si son, en cambio, más vulnerables a fuertes variaciones cíclicas y dudoso crecimiento sostenido, con vulnerabilidad externa estructural y un sistema financiero frágil, atraerán más capitales especulativos. Estos, a su vez, precisamente por su carácter especulativo basado en el aprovechamiento de diferenciales de interés y de cambio y de “oleadas” bursátiles, contribuirán a hacer más acentuados y más frecuentes los auges y las depresiones cíclicas y frustrarán una política de desarrollo sostenido. Pues su comportamiento es fuertemente “procíclico”: ingresan masivamente en los períodos de auge, y salen también masiva y rápidamente en las recesiones. Aumentan así la inestabilidad y la incertidumbre propios de una economía periférica.

Otro tema crucial para enriquecer el análisis de las condiciones de evolución del volumen o “masa” de la globalización financiera en el marco de las perspectivas de la economía mundial es la evolución del ahorro mundial y de su destino. Los analistas económicos y los organismos internacionales (FMI, Banco Mundial, UNCTAD, la CEPAL para América Latina, etc.) prestan creciente importancia a este tema: se revisa la teoría heredada, se utilizan herramientas de cuantificación tales como modelos econométricos, se debaten diversos supuestos sobre el futuro de la oferta, demanda y transferencia internacional de ahorros.

De los informes oficiales internacionales, de los analistas económicos y aun de la prensa cotidiana se desprenden dos visiones contrapuestas: 1) abunda la liquidez internacional, y eso sustenta el prolongado auge de muchas plazas bursátiles y la facilidad en la colocación de

obligaciones en los mercados financieros internacionales; 2) existe preocupación por el descenso de las propensiones a ahorrar en el mundo desarrollado -base del ahorro mundial- y la multiplicación de demandas previsibles por la reestructuración industrial y la recuperación cíclica de Europa y el Japón; las demandas de reconstrucción de la ex-Unión Soviética; las crecientes demandas del crecimiento de China; y las necesidades de ahorro externo de América Latina y otros “mercados emergentes”.

Si aceptamos la hipótesis de los dos “mundos” de la globalización financiera: i) el vinculado con la inversión, la producción, el comercio; y ii) el dedicado al arbitraje y la especulación, podríamos conciliar las dos visiones anteriores. Existe abundante liquidez en el mundo financiero “especulativo”, que ya ha adquirido un volumen tal que lo hace parecer al temido “casino” de Keynes: puede “autoalimentarse” con las apuestas de los jugadores existentes, las ganancias de la banca, y aun atraer nuevos “jugadores” al tapete. Por otra parte, desde hace un tiempo se verifican tendencias a la declinación del ahorro (medido como porcentaje del PBI) en los países industrializados -inclusive, aunque en menor medida y desde niveles muy altos, en el Japón-, que son los que más inciden en el ahorro mundial, por su nivel de riqueza y de ingresos. Y son bastante lógicas, aunque tal vez pequen de optimistas, las previsiones de aumentos de la demanda de ahorro por prácticamente todas las regiones del mundo.

(Sin detenernos, porque no es el tema de este artículo, en la discusión teórico-práctica sobre los determinantes del ahorro, anotemos que éstos giran alrededor del nivel de riqueza, la evolución del ingreso y su distribución, la liquidez y las tasas de interés, la evolución demográfica -

tendencia al envejecimiento de la población, sobre todo en los países industrializados-, el gasto público y su financiamiento -ahorro o desahorro del sector público).

El ahorro mundial constituye **el tema** esencial de un informe reciente del FMI (1995) sobre la evolución de la economía mundial. Ello refleja una preocupación central de las autoridades monetarias internacionales. Las estadísticas oficiales muestran una declinación del ahorro mundial como porcentaje del PBI de un 12-13% entre los promedios de 1973-1980 y 1981-1994. Más sorprendente aun -pues a mayor riqueza se supondría una mayor propensión a ahorrar-, es que a largo plazo -entre 1970 y 1994- los países industrializados -que representan alrededor de la mitad del ahorro mundial- bajaron su tasa media de ahorro nacional en un 25% -en parte debido al desahorro público implícito en el abultado y sostenido déficit fiscal de los Estados Unidos.

Esta visión “macroeconómica” de las previsiones sobre la masa de ahorro disponible oculta a veces cambios importantes que afectan el comportamiento de los ahorristas y de los intermediarios financieros. Así, un factor nuevo y de gran importancia en los Estados Unidos - donde se concentra más de la tercera parte del “ahorro” mundial- es el auge de una “compensación diferida” por los empleados, sobre la base de un cambio tributario que permite a los trabajadores -regulación 401 K- apartar una porción de sus sueldos y salarios para inversión, y pagar los impuestos correspondientes sólo cuando se retira el dinero, generalmente a la edad del retiro. Las empresas más grandes contratan con intermediarios financieros la administración de la masa de inversión de las “compensaciones diferidas” de sus empleados. Esos intermediarios, a su vez, se ven presionados para invertir esas

importantes masas de dinero, y continuamente crean nuevos “fondos” con distintos destinos, entre ellos los “mercados emergentes”. De ahí que la disponibilidad de recursos financieros de los países centrales para inversiones en la periferia pueda ser en realidad mayor que la que indican las relaciones entre ahorro global y PBI.

El ahorro generado en la periferia en su conjunto muestra una evolución inversa a la tendencia declinante de los países desarrollados. En efecto, la tasa promedio de ahorro nacional en países en desarrollo aumentó del 19% del PBI en 1970 al 27% en 1994. En el informe del FMI se destaca que gran parte de este incremento se debe a los países asiáticos. Y para nuestra preocupación observa, a la inversa, que “en los países en desarrollo de América la tasa agregada de ahorro... ha venido decreciendo desde 1989... debido principalmente a la disminución de las tasas de ahorro privado. Entre los factores que produjeron la caída de la tasa de ahorro de esos países figura la oleada de afluencia de capitales y la liberación financiera, que dieron como resultado un mayor acceso a los préstamos internos y externos” (Ver F.M.I. Mayo 1995).

Una última reflexión sobre las perspectivas de la globalización financiera. En el análisis inicial se señaló la importancia que para el explosivo aumento del volumen de las transacciones financieras internacionales habían tenido dos “shocks”: el de los petrodólares en los 70’ y el de los grandes desequilibrios de cuentas corrientes entre países industrializados en los 80’. Un interrogante que se plantea hacia el futuro es si acaso la gran acumulación de superávits de pagos externos de los nuevos países industriales (especialmente los “tigres” asiáticos y China) no producirán otro “shock” que vuelva a expandir considerablemente el volumen de la globalización financiera. En ese caso, el **destino** de los

nuevos excedentes será decisivo para la economía mundial y en especial para los países periféricos que los reciban.

### **-Instituciones**

En el plano institucional cabe distinguir dos factores importantes, y en cierto sentido contradictorios: a) la preocupación de los gobiernos de los principales países industrializados, expresada principalmente pero no sólo a través de la acción de sus bancos centrales, por regular o hacer gobernables las grandes masas que conforman el mundo globalizado de las finanzas; y b) la transformación de los mercados financieros, tanto desde el punto de vista de los cambios en los intermediarios financieros como en la rápida y continuada diversificación de los “productos” (especialmente “derivados”) que sirven de vehículos de la globalización.

En el fondo, estos cambios institucionales responden a la puja dialéctica entre Estados que buscan hacer gobernables las finanzas internacionales para evitar riesgos que pongan en peligro sistemas financieros nacionales o internacionales, y los “mercados” que en expansión procuran ampliar su libertad de acción para maximizar beneficios.

La intervención de los Estados se manifiesta de distintas maneras. La más general es la concertación a través del G-7 para reducir la volatilidad cambiaria y de tasas de interés. Esto puede rastrearse desde las reuniones de mediados de los 80’ (Plaza y Louvre), con intervenciones concertadas de los bancos centrales en los mercados cambiarios, que de hecho lograron menguar primero los efectos del “shock” de la devaluación de dólar, y después reducir la volatilidad a

márgenes que, aunque siguen siendo amplios, resisten hasta ahora bastante bien las pujas especulativas (salvo excepciones aisladas).

De todos modos, mirando hacia adelante se plantea el dilema de la transición de un régimen monetario internacional con un solo hegemón (los Estados Unidos y su moneda) a un régimen de hegemonía compartida (con Europa por lo menos, y el interrogante de Japón y China a mediano plazo). En cierto sentido puede decirse que los hechos (el persistente déficit de pagos externos de los Estados Unidos, el nuevo régimen monetario de la Comunidad Europea, la solución del problema monetario de Japón -que es el mayor acreedor de los Estados Unidos- y el rápido fortalecimiento de la posición de China en el comercio internacional) apuntan en esa dirección.

Pero también eso plantea una serie de interrogantes. Entre otros, la falta de experiencia histórica. Desde la conformación, hace un siglo y medio aproximadamente, de un régimen monetario internacional con reglas del juego definidas y estables, sólo el patrón oro con la hegemonía de la libra inglesa, y el período de vigencia de Bretton Woods, con la hegemonía del dólar, han mostrado capacidad de regular sin sobresaltos las relaciones financieras internacionales.

¿Nos espera una experiencia de hegemonía monetaria internacional compartida? En tal caso (además de otras dificultades que plantea Olivera, 1983)(Ver Olivera 1983), parece condición indispensable una armonización bastante rigurosa de políticas monetarias y fiscales, como la que sustenta la consolidación monetaria de la Comunidad Europea. Esto implica la disposición a renunciar a la plena soberanía de la política monetaria nacional y su sustento fiscal por parte de los hegemones. Tal

cosa -acordada ya en el seno del Sistema Monetario Europeo- no parece muy probable para el caso de los Estados Unidos, la principal potencia económica y militar del mundo.

No queda claro qué ocurriría en un régimen de hegemonía compartida sin armonización explícita de políticas. Por una parte, ello podría generar desequilibrios sistémicos; por la otra cabe pensar que precisamente lo que los gobiernos centrales hacen en múltiples foros -abiertos y cerrados, como el G-7, el Banco de Basilea, la OECD, el FMI, etc.- es tratar de que sus políticas nacionales no entren en conflicto que ponga en peligro el sistema. Y aquí se plantea una relación directa -potencialmente conflictiva- entre el objetivo de armonizar políticas a nivel internacional, por una parte, y por la otra las prioridades nacionales. Conflicto que históricamente se ha resuelto en el ámbito más duro del poder relativo de los protagonistas. Véase si no la lenta reacción de los Estados Unidos a la presión de los otros países industrializados -y en particular de Europa- para que reduzca rápida y substancialmente sus déficits fiscal y de pagos externos.

A los fines de construcción de escenarios financieros a mediano y largo plazo, lo que plantean los interrogantes anteriores es la persistencia de un alto nivel de incertidumbre, con brotes de conflicto que abren puertas al desequilibrio monetario internacional, y por lo tanto a la volatilidad de paridades cambiarias, tasas de interés y corrientes de capital, incentivos todos ellos de las actividades especulativas en el ámbito del dinero internacional.

Un segundo plano de concertación institucional de los gobiernos es más práctico y preciso. Se trata de la concertación internacional de la

supervisión y la regulación de los bancos de los principales países. Sobre esto es mucho lo avanzado. El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria acordó en 1992 un conjunto de normas mínimas para la supervisión de los bancos internacionales y sus agencias en el exterior. Y esas normas se están aplicando, bajo la rigurosa vigilancia de las autoridades de supervisión bancaria nacionales, y un mecanismo de consulta que funciona eficientemente en el Banco de Basilea.

Quedan, sin embargo, dos campos por cubrir en materia de regulación y supervisión financiera. Por una parte, los mercados bancarios de la periferia. En este sentido, un informe reciente del FMI (Ver F.M.I., International Capital Markets; 1996) señala: “Hay un acuerdo generalizado entre los supervisores oficiales y los bancos internacionales que habrá que extender a los mercados emergentes - cada vez más importantes desde un punto de vista sistémico- las mejoras de la infraestructura de supervisión y regulación de los mercados financieros internacionales” (FMI: “International Capital Markets”, Washington, 1996).

Más importante aun es la regulación y supervisión de los intermediarios financieros no bancarios, cuyo volumen de operaciones nacionales e internacionales supera ya a la de los bancos. El conjunto de esos intermediarios no bancarios incluye las firmas financieras (cuyos organismos de supervisión están representadas en el IOSCO - Organización Internacional de Comisiones de Emisiones de Títulos) pero también una numerosa y creciente pléyade de instituciones no financieras que participan activamente y en volúmenes importantes en los mercados financieros internacionales. Las dificultades que tal ámbito de supervisión plantea se ejemplifica por el hecho de que hace años el

Comité de Basilea y el IOSCO discuten, sin avanzar mucho, la armonización de regulaciones de supervisión.

De nuevo, mirando hacia adelante, parecen hasta ahora poco eficaces los esfuerzos de los gobiernos por mantener en cauce ordenado y reducir los riesgos de volatilidad y aun sistémicos que plantean las operaciones del nuevo conjunto de intermediarios financieros, inclusive buena parte de las actividades de los bancos, que para poder seguir compitiendo con esa nueva pléyade dedican cada vez más esfuerzo a actividades que podrían calificarse de extrabancarias. La conclusión, otra vez, es que resulta difícil prever a mediano o largo plazo un escenario que reduzca la incertidumbre y la inestabilidad como características intrínsecas de la globalización financiera contemporánea.

En este sentido, la preocupación, que no es para nada formal, pues condiciona el funcionamiento de la economías nacionales y de la economía mundial, se centra en los movimientos de capital a corto plazo y su volatilidad, “ que afecta tipos de cambio, tasas de interés, precios de activos financieros y la oferta de financiamiento doméstico... Tales movimientos son capaces de ejercer una influencia poderosa en la economía en su conjunto, incluyendo la asignación de recursos, el consumo y la inversión” (Akyuz y Cornford, 1994).

Otro cambio importante en las instituciones que afectan la globalización financiera se da en la expansión del número y volumen de recursos que se canalizan a través de los llamados “inversores institucionales”. Aquí hay que distinguir dos tipos de instituciones. Por una parte, las que absorben el llamado ahorro contractual, es decir, los fondos de pensión y compañías de seguros (a lo cual habría que agregar parte de los

seguros de salud, que manejan grandes fondos líquidos). Por la otra, los fondos de inversión que arman “paquetes” diversos de valores que en general se cotizan en el mercado y ofrecen oportunidades de inversión “voluntaria no contractual”, tanto a los inversores institucionales del primer grupo como a las familias en general (véase en particular las caudalosas corrientes de fondos que se derivan en los Estados Unidos de la “compensación” diferida de los empleados, a la cual ya nos hemos referido). De hecho, la proporción del ahorro que absorben estas instituciones las convierten en importantes fuentes de recursos y por consiguiente en actores de gran influencia en los mercados financieros, tanto nacionales como internacionales.

Pero sigamos centrando el análisis en las implicancias a mediano y largo plazo de estos cambios institucionales: la tendencia es a concentrar cada vez más el manejo del ahorro privado en los inversores institucionales. Si bien esto cambiaría la naturaleza de los protagonistas de la intermediación financiera internacional, es probable que por su carácter constituyan un elemento estabilizador de los mercados financieros. En efecto, la naturaleza de esos fondos no parecen prestarse a movimientos especulativos. He aquí, por fin, una esperanza de estabilización en la evolución de los recursos que integran la globalización financiera y en los intereses de los principales actores que manejan esos recursos. Con una reserva: que la competencia entre inversores institucionales del segundo tipo los lleve a multiplicar los “productos” financieros que ofrecen y las posibilidades de entrada y salida de esos “productos”, lo cual volvería a ser un estímulo a la especulación en “futuros”.

Desde el punto de vista de los países periféricos, la concentración de una parte creciente del ahorro de los países centrales en inversores

institucionales permitiría superar uno de los obstáculos tradicionales a la transmisión internacional del ahorro. Es la tendencia a invertir dentro de las fronteras nacionales -en los países centrales-, que ha limitado sobremanera la disponibilidad de ahorro externo, como lo muestra la historia económica de América Latina. Los nuevos intermediarios financieros -especialmente los no bancarios- están internacionalizando crecientemente su paquete de “productos”, y prestan atención especial a los “mercados emergentes”. Los volúmenes de ahorro que se agregan en los países centrales son de tal magnitud, que pequeños porcentajes de aumento de su dispersión internacional podrían significar complementos de importancia al ahorro nacional de los países de la periferia. Y, por supuesto, la necesidad de éstos de adaptarse a las nuevas condiciones del financiamiento externo.

#### **- Tecnología**

Hemos visto la influencia fundamental que ha tenido el cambio tecnológico de las últimas décadas, particularmente en la informática y las comunicaciones, en materializar la explosiva expansión de la globalización financiera y en las formas de transmisión internacional del ahorro. Sin embargo, la revolución tecnológica en estos campos sigue siendo noticia prácticamente cotidiana. Aunque la primera conclusión es que la velocidad del cambio y su imprevisibilidad agrega razones a la incertidumbre como protagonista de cualquier escenario futuro, formulemos algunas preguntas más específicas, sin pretender respuestas confiables.

¿Qué implicarán los cambios tecnológicos actuales -ejemplo Internet- y en camino para el futuro mediano de la globalización financiera y su impacto sobre los países periféricos? ¿Mayor o menor flexibilidad en la

transmisión internacional de ahorros de los centros a la periferia, y viceversa? ¿Mayor o menor volumen y volatilidad de esos flujos? ¿Mayor o menor relación con el mundo “real” de la inversión, el comercio, la producción, el trabajo? ¿Mayores o menores posibilidades de regulación y supervisión por parte de las autoridades monetarias nacionales? ¿Aumento o reducción de los riesgos sistémicos por volatilidad de tipos de cambios, tasas de interés, precios internacionales, capacidad de gestión de los movimientos financieros?

La complejidad de las preguntas no encontrará respuesta solamente en la revolución tecnológica que afecta directamente a los flujos financieros. Pero ésta seguramente tendrá una significativa influencia en la evolución de la globalización financiera y su impacto en la economía mundial y en particular en la periferia. Las probabilidades indican que -a través de Internet e instrumentos similares- la posibilidad de efectuar operaciones financieras se acerque al nivel de los individuos y los hogares que con herramientas automáticas -programas- constituirán masas de agentes que, por una parte, aumentarán la masa del ahorro disponible dentro de la globalización financiera, pero por la otra aumentarán los peligros de la volatilidad sistémica por comportamientos en “manada” movidos por rumores públicos tanto como por informaciones genuinas. A nivel de los intermediarios financieros, y su competencia por captar esos ahorros de las familias, el avance tecnológico, aunque pudiera reducir los riesgos de administración operativa, aumentaría también el número y diversificación de “productos”, con las dificultades consiguientes de los cálculos de riesgos. Ello plantearía dudas sobre si acaso una mayor competitividad de los mayores intermediarios internacionales llevaría a reducir la volatilidad y los riesgos globales del sistema.

## II.a.2 Escenarios

En resumen, del análisis del volumen de recursos, su intermediación institucional y la evolución del soporte tecnológico, se desprendería que las perspectivas más probables, por lo menos a mediano plazo, son: a) que continúe el proceso de globalización financiera; b) que su volumen se expanda al ir absorbiendo proporciones mayores de los ahorros nacionales de los países centrales, por la “internacionalización” creciente de los intermediarios financieros; c) que continúe dividiéndose el mundo del financiamiento internacional entre aquel que nutre la inversión, la producción y el comercio y aquel que gira en una esfera especulativa d) que si bien el primero de esos mundos ofrece perspectivas de financiamiento para el desarrollo de la periferia, el segundo introduce un elemento de inestabilidad y volatilidad de alto riesgo, tanto para el sistema en su conjunto como para la necesaria continuidad y condiciones del financiamiento periférico.<sup>13</sup>

Unas líneas sobre los riesgos sistémicos de la volatilidad. Abundan los autores que sostienen que el mundo (central) está viviendo una etapa de capitalismo financiero con una creciente “burbuja” de capital especulativo. Si así fuera, habría que considerar como marco tres escenarios alternativos: que la “burbuja” estallara; que se fuera absorbiendo con bajas graduales del valor de los activos financieros; que el financiamiento especulativo se fuera trasladando hacia el mundo

---

<sup>13</sup> La crisis que afecta a las economías asiáticas y sus reercusiones sobre otros mercados plantea una situación paradójica, pues son esos países donde la inversión extranjera directa había acudido masivamente, y en mucho menor medida las inversiones “de cartera” que se consideran de mucho mayor volatilidad y por tanto más ligadas a la esfera especulativa. De todos modos, esas crisis han mostrado los peligros de los movimientos masivos de entrada y salida de capitales internacionales para la economía de los países

“real”, aportando recursos para una economía mundial más dinámica de lo que es en la actualidad.

Evidentemente, los gobiernos tratarán de evitar el estallido de la “burbuja”. No porque no exista la “burbuja” o no se den las condiciones para su crecimiento y estallido (recordemos el reciente “crack” de los valores financieros e inmobiliarios en el Japón, y su impacto sobre la solvencia misma de algunas de sus grandes instituciones financieras). Sino porque precisamente después de la Gran Depresión los gobiernos tomaron conciencia de su responsabilidad de regulación y supervisión del sistema financiero nacional, y después de Bretton Woods esta responsabilidad se extendió al campo internacional. Además, en esta prevención del estallido de la “burbuja” coincidirían los intereses de las autoridades públicas con los de los principales actores financieros privados, que están habituados a recurrir al auxilio público en caso de emergencia.

Con el derrumbe de los muros de Bretton Woods y el imperio de los cambios flotantes la inestabilidad y la volatilidad han crecido notablemente. Pero queda, aunque mucho más débil, un marco institucional potencialmente capaz de contener una crisis que amenace el sistema: el G-7, el Banco de Basilea, la OECD, el FMI. Las intervenciones concertadas en los mercados cambiarios de los mayores países del mundo desde hace una década, la rápida intervención de los Estados Unidos y del FMI para apagar el incendio de México a fines de 1994 e intentar hacer lo mismo en Indonesia a mediados de 1998, la concertación de políticas dentro de la Comunidad Económica Europea,

---

periféricos y aun para la exposición externa misma de un poder financiero aparentemente tan importante y desarrollado como el Japón.

son señales concretas de que los Estados están atentos a señales de peligro financiero y dispuestos a intervenir para evitar su extensión sistémica.

De todos modos la “burbuja” especulativa impregna al mercado financiero -y económico- internacional de un alto grado de volatilidad e incertidumbre. Lo cual debe prevenirnos de que un “crack” no es imposible. Pero sí que es improbable. Y no por las virtudes de “autolimitación” de los mercados financieros. Sino únicamente porque el sistema funciona con regulaciones que mantienen en cauce a los anchos torrentes de los mercados. Con mutua ventaja para Estados y mercados, por supuesto: a nadie conviene un desborde de riesgos sistémicos.

Ello no excluye, en absoluto, la posibilidad de que se produzca un derrumbe de valores financieros, acompañado por una fuerte recesión económica, con bajas pronunciadas del producto y del comercio. Esta es, por supuesto, una posibilidad tan cercana a lo probable que obliga a tomarla en cuenta en cualquier juego de escenarios del futuro de la economía mundial y de la globalización financiera, con efectos procíclicos contractivos sobre la periferia.

El segundo y el tercer escenarios, o sea el “achataamiento” de la “burbuja” financiera y la absorción “virtuosa” por la producción y el comercio mundiales, guardan entre sí una estrecha interdependencia. A un nivel macroeconómico muy general, la oferta y demanda de fondos internacionales depende, como hemos visto, de la evolución del ahorro mundial, de los desequilibrios de los balances en cuenta corriente y de la evolución del producto y el comercio mundiales. La tasa actual y

previsible del 2-3% de crecimiento anual de los países centrales no ofrece perspectivas de mayores demandas de financiamiento para inversión. De ahí que el ahorro marginal se haya volcado en buena parte a los activos financieros, lo cual explica entre otras cosas el auge sostenido de los valores de las bolsas de Estados Unidos y Europa.

No es descartable que el elemento más dinámico de la economía mundial -y por consiguiente el mayor incremento marginal de la demanda de financiamiento- se genere en la periferia, sobre todo en Asia -suponiendo que la crisis actual es transitoria-, en América Latina y en los países en transición (los que constituían la Unión Soviética), que necesitan y aspiran a tasas de inversión mucho más elevadas y sostenidas por largo tiempo, con políticas de mayor integración en las corrientes internacionales de comercio. La experiencia reciente muestra que esto guarda estrecha relación -a pesar de la dependencia financiera estructural- con las estrategias o “modelos” de desarrollo nacionales y con las políticas macro y microeconómicas de los países de la periferia. Donde se unen el interés general de la economía mundial con nuestros intereses nacionales.

Concluamos esta visión a vuelo de pájaro de las características y las perspectivas de la globalización financiera contemporánea con algunas consideraciones sobre las políticas nacionales de la periferia, y en particular de la América Latina. En esencia se trata de cómo aprovechar para el desarrollo nacional las oportunidades de financiamiento -o captación de ahorro externo-, reduciendo los riesgos de la volatilidad e incertidumbre del mundo financiero globalizado tal como funciona actualmente.

## **II.b. Alternativas de políticas nacionales para la periferia.**

**¿El acceso al financiamiento externo altera la estructura y condiciones económicas de la economía receptora, o simplemente acrecienta la masa de ahorro disponible para la inversión -con la inevitable contrapartida de aumento del endeudamiento o los pasivos externos de esas economías? ¿Los Estados deberían adoptar una posición básicamente pasiva o activa, frente a los movimientos de capitales internacionales a través de sus fronteras?**

La experiencia de las dos últimas décadas por lo menos, y la situación y perspectivas de la globalización financiera muestran efectos muy considerables y variados sobre la periferia. En primer término, un gran aumento del volumen de los flujos. Segundo, discontinuidad en los movimientos de capitales entre el centro y la periferia: hay etapas de in-flujo y otras de estancamiento o reflujo. Otra diferencia importante es la naturaleza de los flujos: bancarios o no bancarios, de inversión directa o de cartera, en fin, de financiamiento que podríamos dividir entre “positivo” (que nutre inversiones reales) y “especulativo”.

Para el análisis de la naturaleza actual del financiamiento externo y sus perspectivas futuras es muy importante observar que el volumen, la naturaleza y la continuidad de los flujos acusan importante diferencias entre regiones y entre países.

Aumento del volumen, diversificación de la asignación de los recursos y de los destinos, y volatilidad son probablemente las características más importantes de las oleadas de capitales hacia la periferia de los últimos años. Es probable que estas características sigan dominando el

escenario de los movimientos de capital entre centro y periferia. El gran desafío para los países de la periferia es aprovechar al máximo las oportunidades de financiamiento y minimizar los riesgos de la volatilidad.

Una vasta y polémica literatura ha descrito y analizado estas posibilidades y riesgos. La mayor parte de ella se ocupa de las consecuencias y de las políticas macroeconómicas ante los flujos y reflujos de capitales (un trabajo pionero sobre su impacto sobre el tipo de cambio real se encuentra en Calvo y otros (1993)). En general, en lo que a América Latina concierne, puede distinguirse las que se encuadran en el llamado “Consenso de Washington” (Ver Perspectivas de la Economía Mundial, F.M.I.; Mayo 1996) - “reformas económicas” de apertura, privatizaciones, desregulación y liberación de mercados en un marco de equilibrios macroeconómicos- y otras más heterodoxas que se pueden encontrar directamente o entre líneas en muchos autores, e inclusive en informes de organismos internacionales como la UNCTAD(1996). En el capítulo XI de un estudio básico de la CEPAL (1995) sobre “Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial” se discuten dos temas fundamentales para las políticas nacionales frente a los flujos de capital externo: sus efectos internos y lineamientos de política macroeconómica; y la regulación, supervisión y estabilidad de los mercados de capital. Una relectura de estos capítulos ilustrará razones de la diferencia considerable que, frente a la crisis de fines de 1994, registraron países como México y Argentina, por una parte, y Chile, Colombia y Brasil por la otra.

De todas maneras las políticas nacionales adaptativas para maximizar el aprovechamiento de los flujos financieros y minimizar sus peligros estarán restringida en un marco de gran incertidumbre, por la volatilidad

y el poder de los mercados financieros y por la influencia de los ciclos económicos y de crédito de los países centrales. Esos factores de inestabilidad e incertidumbre exigen precisamente fortalecer la capacidad de un Estado periférico para orientar los flujos hacia inversiones que apuntalen el desarrollo y prevenir o morigerar las inevitables crisis que los ciclos y la volatilidad acarrearán. Por supuesto que no se trata de “sustituir” al mercado, sino contribuir a su mejor funcionamiento y mayor eficiencia para el bienestar nacional, sobre todo previniendo sus distorsiones económica y socialmente perversas.

No es éste el tema central del presente artículo. Su propósito principal es intentar una mirada hacia adelante de la globalización financiera, como contexto para el análisis de políticas nacionales. Desde este último punto de vista, esencial para quienes analizan o deciden políticas en países periféricos -entre ellos la Argentina- queremos dejar ciertas notas finales sobre algunos de los principales efectos de la expansión de la globalización financiera sobre las economías de la periferia, y en especial de la América Latina. Esos efectos pueden dividirse en efectos macroeconómicos -sobre la economía en general y en particular sus equilibrios monetarios, fiscales, de balance de pagos- y microeconómicos -eficiencia en la asignación y en el uso de los recursos dedicados a la producción-. Las interrelaciones entre ambos tipos de efectos se integran en la dimensión global del desarrollo económico y, por lo tanto, de las políticas tendientes a promoverlo.

Desde el punto de vista macroeconómico, ya se ha señalado la influencia de los flujos externos sobre el tipo de cambio real, y por consiguiente sobre el equilibrio de comercio exterior. Aquí conviene traer a colación nuevamente lo que CEPAL (1993) describe como un ciclo de

endeudamiento virtuoso o compensador. Que sería un ciclo donde la movilización del ahorro externo y su asignación eficiente permitirán al país el aumento de la productividad y del producto en una estrategia exportadora que permitiría pasar a una etapa del ciclo en que el ahorro externo bien invertido generaría los beneficios necesarios para su propio servicio y amortización.

El mismo círculo compensatorio fortalecería el equilibrio fiscal. En efecto, los mayores ingresos fiscales -y aun su financiamiento por deuda de distinto tipo- del período de ingresos masivos de fondos externos, se verían compensado por los ingresos generados por el aumento de la producción, el ingreso y el comercio.

Uno de los mayores peligros de la volatilidad de los flujos financieros externos es su impacto sobre la oferta y la demanda de dinero y sobre el sector financiero y el crédito interno de los países periféricos. Las variaciones súbitas de los flujos afectan a veces de manera crítica crédito y la fortaleza o debilidad del sistema financiero. La dramática crisis bancaria de México y Argentina en 1995 sirven de muestra (varios países asiáticos presentan en 1998 deficiencias similares, entre ellos, sorprendentemente, el Japón). Frente a esto hay políticas macroeconómicas y políticas estructurales.

Aunque la experiencia ha sido muy diversa, la conclusión a extraer es que la gobernabilidad de la economía de un país periférico en el marco de la globalización financiera no puede dejarse simplemente librada a los vaivenes del mercado financiero internacional.

La globalización financiera y sus perspectivas ofrecen, pues, a los países periféricos, oportunidades importantes de complementar el ahorro nacional (a ello volveremos como conclusión final) y la necesidad de adoptar políticas que eviten los riesgos de sus vaivenes, y sobre todo de su volatilidad vinculada al sector especulativo de las finanzas internacionales.

Finalmente, como se dijo, los ingresos de capital representan ingresos de ahorro externo. En algunos casos, esto ha significado sustitución de ahorro interno (ocurre cuando los ingresos de capitales estimulan fuertemente el consumo interno, que es la contracara del ahorro); en otros ha complementado y aun estimulado el ahorro. El análisis y la experiencia abonan una clara lección: el ahorro externo puede ser complementario del esfuerzo interno, pero la política de desarrollo de un país periférico no puede someterse a la disponibilidad de capitales externos desvinculados de la inversión, dentro de una estrategia de desarrollo sostenido, y menos a los dictados de las finanzas internacionales que suelen acompañarlos.

La incertidumbre que rodea los escenarios globales de mediano y largo plazo hace imprescindible basar la política de desarrollo de los países periféricos de América Latina en un elevado ahorro interno. Este podrá ser complementado con un prudente y selectivo aprovechamiento de los recursos que puedan obtenerse en los períodos de abundancia de capitales externos. Aunque la verdad es que hasta ahora, salvo excepciones muy contadas, el volumen del ahorro interno de los países de la región ha sido muy bajo en términos comparativos internacionales, y totalmente insuficiente para sustentar procesos de desarrollo, o sea de crecimiento sostenido con equidad.



**BIBLIOGRAFIA**

<sup>1</sup>AKYUZ Y. y CORNFORD A., UNCTAD Discussion Paper No.83, Ginebra, 1994.

<sup>1</sup>BANK of INTERNATIONAL SETTLEMENTS", Annual Report, Basilea, 1996.

<sup>1</sup>CALVO G., LEIDERMAN L. y REINHART C.: "Capital Inflows and Exchange Rate Appreciation in Latin America", IMF Staff Papers, Washington, 1993.

<sup>1</sup>CEPAL: "Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial". Parte Tercera (La estabilidad macroeconómica y los flujos financieros internacionales), Santiago de Chile, 1995.

<sup>1</sup>DINENZON, M. y B. Hopenhayn: "El régimen monetario internacional y la crisis de la deuda", Documentos del CISIEA, 1987.

<sup>1</sup>FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: "Perspectivas de la economía mundial, mayo de 1995.

<sup>1</sup>FONDO MONETARIO INTERNACIONAL: "International Capital Markets", Washington, 1996.

KRUGMAN, P.: "The International Role of the Dollar: Theory and Prospect", U. of Chicago Press, 1984.

<sup>1</sup>LUCAS R.: "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries", American Economic Review, mayo de 1990.

MCKINNON, R.: "The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective, Journal of Economic Literature, Marzo de 1993.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>MONTIEL P. J.: "Capital Mobility in Developing countries. Some Measurement Issues and Empirical Estimates", WPS 1103, International Economics Department, Banco Mundial, Washington, 1993.

<sup>1</sup>OLIVERA, Julio H.G.: "Dinero pasivo internacional y hegemonía monetaria", Desarrollo Económico, Buenos Aires, abril-junio de 1983.

<sup>1</sup>UNCTAD: "Trade and Development Report, 1996", especialmente el Anexo sobre "Macroeconomic Management, Financial Governance and Development Policy Selected Issues.

*La globalización económica es tal vez el rasgo más notable de la transformación de la economía mundial en las últimas décadas. Esta transformación presenta oportunidades y peligros para el desarrollo de los países periféricos, tanto en el campo de la producción y el comercio como de las corrientes de financiamiento. A los efectos de contextualizar esas posibilidades y peligros se presentan aquí dos trabajos. El primero analiza el comportamiento del proceso de globalización en el campo del comercio internacional y de las inversiones directas. El segundo analiza dicho proceso en su dimensión financiera, tomando en cuenta tanto su evolución reciente, como sus perspectivas futuras.*

**MARTA BEKERMAN** es licenciada en Economía Política de la UBA, Master en Ciencias en Economía de la Universidad de Londres, Profesora de Desarrollo Económico de la Facultad de Ciencias Economicas de la UBA, Directora del Centro de Estudios de la Estructura Económica (CENES), e Investigadora del CONICET.

**BENJAMIN HOPENHAYN** es Profesor de Relaciones Económicas Internacionales de la Facultad de Ciencias Económicas de la U.B.A., e Investigador del Centro de Estudios de la Estructura Económicas (CENES) de la misma casa de estudios.

**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS  
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES**