



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



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

MAESTRÍA EN FINANZAS

TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA

El fenómeno financiero, sus crisis y contradicciones

AUTOR: AGUSTÍN MATÍAS MARTINO.

DIRECTOR: JOSÉ MARÍA LAS HERAS.

CODIRECTORA: LAURA CECILIA DÍAZ DÁVILA.

03/2020



Resumen del trabajo

En las postrimerías de la segunda guerra mundial, las naciones aliadas se congregaron en el hotel Mount Washington, situado en Bretton Woods, con el fin de sentar las bases monetarias y financieras de un nuevo orden mundial. Paulatinamente, los flujos de capitales, de la mano de la liberalización de la cuenta capital, la desregulación financiera y el desarrollo de los mercados de capitales, se convirtieron en protagonistas cruciales de los acontecimientos del devenir y de la arquitectura de las sociedades contemporáneas.

Sin embargo, el camino no ha estado exento de dificultades. El proceso de globalización y profundización financiero se ha visto inmerso, recurrentemente, en episodios de crisis financieras. La inestabilidad y fragilidad consecuentes con el nuevo orden, siguen aún al acecho de un modelo vertiginoso que crece y se reinventa atravesando, dolorosamente, períodos recesivos de suma confusión.

El presente trabajo tiene como objetivo explorar la dinámica de los flujos de capital, sus determinantes y principales consecuencias, en el marco del proceso de globalización y profundización financiera internacional iniciado a mediados del siglo XX.

Al amparo del peligro que se ha desplegado junto al proceso de globalización y profundización financiera mencionado, resulta imprescindible, en nuestros días, la institucionalización, tanto en el plano internacional como en las políticas macroeconómicas nacionales, de mecanismos de administración de los flujos de capitales alineados con las perspectivas estratégicas de desarrollo económico de largo plazo y eficaces en el corto plazo.

El tipo de estudio realizado se basa sobre un enfoque cualitativo, de análisis de contenido. Se abordó desde bibliografía perteneciente a instituciones multilaterales como de trabajos académicos de autores que han investigado la problemática planteada.



Índice

Introducción.....	4
Justificación	4
Planteamiento del problema	5
Objetivos	7
General	7
Específicos	7
Hipótesis	7
Metodología	8
Capítulo I.....	9
Fin del patrón oro: nuevas reglas del sistema monetario internacional	10
Crisis y estanflación	14
El mundo post Bretton Woods: globalización y profundización financiera	15
Beneficios de la desregulación financiera	19
La dulce vida	21
Capítulo II.....	26
Flujos de capital: balanza de pagos y regímenes cambiarios	27
Pull y push factors	29
Modelo IS-LM Mundell Fleming	30
Los peligros de la libertad y la globalización financiera	36
Capítulo III	44
Fases de la dialéctica	45
Expectativas	48
Capítulo IV	52
Liberalismo: contradicción funcional	53
Liberalismo: contradicción conceptual	55
Capítulo V	58
Referencias bibliográficas	61



Introducción

Justificación

Pocas ramas del conocimiento humano han influido con tanta injerencia en la configuración del mundo contemporáneo como las ciencias económicas. Su lógica ha sido decisiva en la arquitectura de las relaciones internacionales, la organización del trabajo y el destino de la humanidad.

Tal ha sido su protagonismo que se han convertido en una puerta de acceso vital para quien emprenda la ardua tarea de pensar el mundo en el que vivimos. Pensar el mundo es hoy, esencial e inevitablemente, un pensar económico.

Las finanzas, lejos de cualquier libreto de reparto, han dominado la trama conduciendo al capitalismo, ya consolidado a fines del siglo XX como modelo hegemónico en el orden internacional, hacia la fase de su perfeccionamiento. En el proceso de globalización y profundización financiera, junto al desarrollo de los mercados financieros y al fenómeno de los flujos de capital, el capitalismo ha alcanzado la consumación de su esencia: capital en movimiento.

Sin embargo, a lo largo del camino y con mayor preeminencia en las últimas décadas, la economía global ha sido testigo del incremento en la frecuencia y severidad de episodios de crisis.

Esta contradicción endógena a la desregulación financiera e integración mundial, encarna desafíos intelectuales de suma importancia para el anhelado desarrollo económico ya que el acontecer de cada crisis financiera importa un significativo retroceso en la promesa de progreso y equidad.

El desarrollo de políticas públicas capaces de acaparar el fenómeno financiero mundial en su justa dimensión y de interpretarlo con miras a las perspectivas de largo plazo de un país resulta hoy imprescindible para los hacedores de políticas económicas de cualquier nación.



La creciente integración financiera y la implosión de los flujos de capital han generalizado un escenario común en el que episodios aparentemente menores de países con lazos remotos son capaces de irrumpir con un potencial de transmisión y contagio desmesurado hacia el interior de cualquier economía doméstica. ¿Quién hubiese imaginado que unos pocos préstamos dudosos y una devaluación mal manejada en Tailandia, un pequeño y lejano país de cuya economía la mayoría de la gente no sabe nada, fueran capaces de expandir inestabilidad desde Indonesia hasta Corea del Sur; o que el incumplimiento en el pago de la deuda por parte de Rusia, una antigua potencia militar pero con disminuido poderío económico luego del derrumbe del comunismo, fuera a conducir al desastre económico en Brasil y, por unas pocas pero aterradoras semanas, lograr que el mercado de bonos de Estados Unidos se congelara?

Asimismo, gran parte de la literatura antecedente, adoleciendo de una excesiva especialización, ha estado gobernada por una mirada parcial y desintegrada en el abordaje de la temática planteada. Razón a partir de la cual, el presente trabajo bregará por aunar el pensar crítico proveniente de diversas esferas de la cultura para poder, así, aportar una perspectiva integradora, interdisciplinaria y transdisciplinaria. Mediante una revisión rigurosa y sistemática de los diversos estudios y abordajes se intentará relacionar e integrar los diversos hallazgos detectados, resolviendo las posibles contradicciones y ampliando la frontera disciplinaria de análisis.

Planteamiento del problema

A partir de la década del setenta, a la sombra de los acuerdos de Bretton Woods y de los organismos allí institucionalizados, la economía mundial dio lugar a la agudización de un proceso de integración y profundización financiera sin precedentes. El capitalismo encontraba en el incipiente e irreversible movimiento del capital, materia de las finanzas, no sólo su consolidación como orden de la economía mundial sino también el perfeccionamiento y consumación de su propia esencia.

Paulatinamente, los mercados de capitales se ubicaron en el centro de escena de la economía mundial. Los flujos de capitales, de la mano de la liberalización de la cuenta capital y la



desregulación financiera, se convertían en protagonistas cruciales de los acontecimientos del devenir y de la arquitectura de las sociedades contemporáneas.

No obstante, el camino no ha estado exento de dificultades. La puesta en funcionamiento del sistema monetario internacional cimentado en el esquema post Bretton Woods ha afianzado el proceso de globalización y profundización mencionado, atravesando, recurrentemente, episodios de crisis financieras.

La dialéctica de su desenvolvimiento, puesta en perspectiva, se encuentra decididamente signada por el concepto de crisis al evidenciar, en diversos momentos de su desarrollo, persistentes desequilibrios y contradicciones fundamentales.

Así, por ejemplo, la crisis de deuda que azotó a los países de Latinoamérica en los ochenta, la crisis del tequila en 1994, las asiáticas y brasileña a finales de los noventa, la crisis argentina en 2001, la crisis financiera internacional en 2008 y la europea en 2012, pusieron en tela de juicio los pilares y la lógica de las finanzas contemporáneas.

En todas ellas, al amparo del gran marco que supone el proceso de globalización y profundización financiera postulado, ha sido decisivo el comportamiento de los flujos de capitales. Tal ha sido su injerencia que la pregunta por su acontecer representa una puerta de acceso vital para comprender las contradicciones endógenas a su desarrollo, cristalizadas en cada uno de los episodios de crisis mencionados.

¿Han logrado contribuir a una mejor asignación de los recursos a nivel global, diversificando riesgos, disminuyendo costos de financiamiento y fomentando la inversión en los países con escaso acceso al crédito, tal como lo suponen las teorías clásicas? ¿o junto a su desarrollo e implosión se han convertido en una amenaza latente que asecha contra la estabilidad del orden económico vigente, incrementando significativamente el riesgo sistemático global?

Sus determinantes, consecuencias y mecanismos de transmisión siguen hoy, aún, a la espera de un pensar interdisciplinario y una oportuna incorporación a la agenda de los hacedores de política económica.



Objetivos

General

Explorar la dinámica de los flujos de capital, sus determinantes y principales consecuencias, en el marco del proceso de globalización y profundización financiera internacional iniciado a mediados del siglo XX.

Específicos

1. Estudiar los factores determinantes del comportamiento de los flujos de capital y su relación con episodios de crisis financieras.
2. Identificar los efectos de la dinámica de los flujos de capitales en variables macroeconómicas fundamentales y su injerencia en el ámbito de los policymarkets.
3. Analizar la importancia de las convenciones colectivas y el contagio del miedo en la génesis y propagación de fases de auges y reversiones de los flujos de capital.

Hipótesis

El capitalismo ha consumado su propia esencia internacionalizando y dinamizando los flujos de capitales mediante el desarrollo de los mercados de capitales, de crédito y liquidez, y el impulso de la industria de administración de activos financieros.

No obstante, tal como el mago que ha invocado potencias infernales que no sabe dominar, el camino ha estado signado por el sucesivo acontecer de profundas crisis que han hecho tambalear a la economía mundial, sus principios y acuerdos fundamentales.

La inestabilidad y fragilidad consecuentes siguen aún al acecho de un modelo vertiginoso que crece y se reinventa atravesando, dolorosamente, períodos recesivos de suma confusión.

Es por ello que, en el marco del proceso de globalización y profundización financiera, resulta imprescindible la institucionalización, tanto en el plano internacional como en las políticas macroeconómicas nacionales, de mecanismos de administración de los flujos de capitales



alineados con las perspectivas estratégicas de desarrollo económico de largo plazo y eficaces en el corto plazo.

Metodología

El tipo de estudio previsto, si bien utiliza instrumental cuantitativo, se basa principalmente sobre un enfoque cualitativo, de análisis de contenido, al estar caracterizado por una revisión sistemática e integrada del estado actual de la temática abordada con miras a resignificar las bases conceptuales implicadas, explorando la complejidad de factores que rodean al fenómeno estudiado. Mediante una reflexión rigurosa de los diversos estudios y abordajes se intentará relacionar e integrar los diversos hallazgos detectados, evidenciando las posibles contradicciones y ampliando la frontera disciplinaria de análisis.

Con fines exploratorios y descriptivos, la principal fuente de datos o unidad de análisis será la bibliografía referida al tema planteado, tanto de producciones pertenecientes a instituciones multilaterales como de trabajos académicos de autores que han investigado la problemática planteada. Dentro del primer grupo de fuente bibliográfica, se seleccionarán informes y reportes principalmente de tres organismos: el Banco Mundial (BM), el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la Comisión Económica Para América Latina (CEPAL). Mientras que de la segunda fuente de información, se escogerán textos académicos de prestigiosos autores tanto nacionales como internacionales.



Capítulo I

El camino desandado

“(…) la verdad, cuya madre es la historia, émula del tiempo, depósito de las acciones, testigo de lo pasado, ejemplo y aviso de lo presente, advertencia de lo por venir” (Cervantes, 2004, p.67).

El capitalismo ha escrito en las últimas décadas un capítulo decisivo de su historia. El espectacular fenómeno de las finanzas ha redimensionado los límites y el alcance del capitalismo de posguerra para acercarlo, mediante la edificación de un escenario mundializado, único y vertiginoso, a orillas vírgenes de su propia esencia.

A partir de su consolidación hegemónica como nuevo orden mundial en las postrimerías de las guerras del siglo XX y de la mano del impetuoso acontecer de la globalización y profundización financiera, el capitalismo moderno ha tratado de imponer una premisa fundamental para el perfeccionamiento de su lógica: plena libertad en el movimiento del capital.

Como nunca antes, los flujos internacionales de capital se han desplegado a lo largo del planeta. El crecimiento exponencial de su tráfico e interconexión ha requerido, y a su vez impulsado, el desarrollo de mercados de crédito y liquidez, la proliferación de innovadores instrumentos de financiación y el emerger de nuevos jugadores globales.

Tal espectáculo ha sido posible gracias a la escenificación de los avances tecnológicos epocales, al progreso técnico en materia informática y de comunicación y a las políticas implementadas por las principales potencias industriales.



Así, las finanzas se han convertido en un punto de inflexión de la dialéctica capitalista teniendo sus transformaciones una injerencia vital en la fisonomía de las sociedades contemporáneas.

Para poder detenernos en los principales rasgos de este proceso de financierización de la economía mundial y luego reflexionar acerca de las consecuencias de su accionar, comenzaremos desandando su camino, volviendo sobre los orígenes mismos del fenómeno. A partir de allí, recorreremos el curso de los principales hitos del sistema monetario internacional del siglo XX, desde la concertación de los acuerdos de Bretton Woods que pusieron fin al patrón oro y gestaron el nacimiento de instituciones bales para el funcionamiento financiero global, a su ruptura posterior y el quiebre decisivo que significó el giro monetarista de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

Fin del patrón oro: nuevas reglas del sistema monetario internacional

El 1 de julio de 1944, en el hotel Mount Washington, situado en Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, representantes de 44 naciones se congregaron para sentar las bases monetarias y financieras de un nuevo orden mundial.

Con Europa en ruinas, devastada por los destrozos ocasionados durante la segunda guerra mundial, y el trauma no resuelto de la Gran Depresión iniciada con el crack de la Bolsa de New York el 29 de octubre de 1929, las naciones del bloque capitalista, lideradas por Estados Unidos, que por entonces ya se había convertido en la mayor economía del planeta, buscaban refundar el sistema monetario internacional y rehabilitar los lazos comerciales mundiales.

En los meses previos a la celebración de la “conferencia monetaria y financiera de las Naciones Unidas”, según su anuncio oficial, se debatieron principalmente dos propuestas: una expuesta por Harry Dexter White, secretario adjunto del Tesoro de Estados Unidos, y otra formulada por el economista John Maynard Keynes, en representación de Gran Bretaña. La propuesta estadounidense logró imponerse a la británica, sustituyéndose, así, el patrón-oro por el patrón-dólar sobre la base de una paridad definida de 35 dólares la onza de oro. De esta forma se mantenía fijo el precio del dólar, nueva moneda de referencia en el comercio mundial. El resto de países fijaron el precio de sus divisas en relación al dólar



americano, comprometiéndose a intervenir en los mercados de divisas de forma que estas se mantuvieran en una banda de fluctuación respecto al dólar de +/- 1%.

Con miras a la institucionalidad de los acuerdos, surgieron allí organismos multilaterales medulares en el diseño de la arquitectura financiera internacional: el Fondo Monetario Internacional (“FMI”) y el Banco Mundial (o “BIRF”), concebido originalmente como Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo. También se delineó el acuerdo General de Aranceles y Comercio (conocido como “GATT”, por sus siglas en inglés), que culminaría en 1955 con la creación de la Organización Mundial del Comercio (“OMC”). Estas instituciones tenían por finalidad “facilitar la inversión internacional a largo plazo y mantener la estabilidad monetaria, además de abordar problemas de balanza de pagos” (Hobsbawm, 2012, p. 239).

En el artículo I del convenio constitutivo del FMI se declararon como objetivos fundacionales de la organización, cimentados medularmente sobre la estabilidad monetaria y cambiaria y el crecimiento económico:

- i) Fomentar la cooperación monetaria internacional por medio de una institución permanente que sirva de mecanismo de consulta y colaboración en cuestiones monetarias internacionales.
 - ii) Facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional, contribuyendo así a alcanzar y mantener altos niveles de ocupación y de ingresos reales y a desarrollar los recursos productivos de todos los países miembros como objetivos primordiales de política económica.
 - iii) Fomentar la estabilidad cambiaria, procurar que los países miembros mantengan regímenes de cambios ordenados y evitar depreciaciones cambiarias competitivas.
- (Fondo monetario internacional [FMI], 2011, artículo I)

Por su parte, el acta legal de formalización del BIRF consagró dentro de sus propósitos principales a:

La reconstrucción y fomento en los territorios de miembros, facilitando la inversión de capital para fines productivos, incluida la rehabilitación de las economías destruidas o dislocadas por la guerra, la transformación de los medios de producción



a fin de satisfacer las necesidades en tiempos de paz y el fomento del desarrollo de los medios y recursos de producción en los países menos desarrollados. (Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento [BIRF], 2012, artículo I)

Además, se propuso la promoción de la inversión extranjera privada y el crecimiento equilibrado, de largo plazo, del comercio internacional, “ayudando a aumentar la productividad, elevar el nivel de vida y mejorar las condiciones de trabajo en sus territorios” (BIRF, 2012, artículo I).

Las principales potencias bregaban así por restaurar un andamiaje global desmantelado estrepitosamente por las guerras mundiales, a la sombra del peligroso asecho que representaban las semillas desperdigadas del comunismo, el estatismo del fascismo y el recuerdo aún movilizante de la Gran Depresión. El futuro del capitalismo y de la sociedad liberal distaba seriamente de estar garantizado:

Si Washington esperaba serias alteraciones de posguerra que socavasen la estabilidad social, política y económica del mundo era porque al acabar la guerra los países beligerantes, con la excepción de los Estados Unidos, eran mundos en ruinas habitados por lo que a los norteamericanos les parecían poblaciones hambrientas, desesperadas y tal vez radicalizadas, predispuestas a prestar oídos a los cantos de sirena de la revolución social y de políticas económicas incompatibles con el sistema internacional de libertad de empresa, libre mercado y libertad de movimiento de capitales que había de salvar a Estados Unidos y al mundo. (Hobsbawm, 2012, p. 203)

En el mismo sentido, se celebraron el Plan Marshall, un proyecto destinado a la reconstrucción de Europa, la Organización Europea para la Cooperación Económica, organismo constituido para administrar las ayudas provenientes del mencionado plan y fomentar el libre comercio, el acceso al crédito y la liberalización del capital que posteriormente devendrá en la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (“OCDE”), y el acuerdo para la Comunidad Europea del Carbón y del Acero que será la antesala de lo que en 1992 culminaría con el Tratado fundacional de la Unión Europea.



Con esta fenomenal puesta en marcha del sistema monetario internacional bajo las premisas del modelo Bretton Woods, custodiada por las políticas institucionalizadas de los incipientes organismos multilaterales, se daba inicio a la edad de oro del capitalismo.

El período comprendido entre la finalización de la segunda guerra mundial y la crisis del petróleo de 1973, los treinta gloriosos o *trente glorieuses* como los bautizó el historiador Jean Fourastié, atestiguó un florecimiento económico global sin precedentes:

La economía mundial crecía, pues, a un ritmo explosivo. Al llegar los años sesenta, era evidente que nunca había existido algo semejante. La producción mundial de manufacturas se cuadruplicó entre principio de los cincuenta y principio de los sesenta, y, algo todavía más impresionante, el comercio mundial de productos elaborados se multiplicó por diez. (...) La producción agrícola mundial también se disparó, (...) no tanto (como acostumbraba suceder hasta entonces) gracias al cultivo de nuevas tierras, sino más bien gracias al aumento de productividad. (Hobsbawm, 2012, p. 228).

La exportación del modelo de producción en serie que revolucionariamente instauró el fordismo hacia nuevas economías permitió un considerable aumento de la producción y productividad. Así, por ejemplo, los 469.000 coches particulares fabricados en Italia para 1938 se convirtieron en más de 15 millones en 1975 (Rostow, 1978). La aplicación de su modo de organización fabril en otras industrias, conjugada con las innovaciones tecnológicas provenientes del avance científico de la época, dieron lugar al emerger de productos desconocidos hasta entonces que rápidamente fueron difundidos a lo largo del comercio internacional.

Algunos productos revolucionarios, como los materiales sintéticos conocidos como plásticos, habían sido desarrollados en el período de entreguerras o incluso habían llegado a ser producidos comercialmente como el nylon, el poliéster y el polietileno. Otros, como la televisión y los magnetófonos, apenas acababan de salir de su fase experimental. La guerra, con su demanda de alta tecnología, preparó una serie de procesos revolucionarios luego adaptados al uso civil (...): el radar, el motor a reacción, y varias ideas y técnicas que prepararon el terreno para la electrónica y la tecnología de la información de la posguerra. (Hobsbawm, 2012, p. 231).



Crisis y estanflación

La tendencia de crecimiento rápido y sostenido comenzó a desarreglarse en los primeros años de la década del setenta. El deterioro del tipo de cambio real norteamericano, producto de una seguidilla de años con inflación elevada con ingentes déficits fiscales y constantes desequilibrios de su cuenta corriente, alimentó una fuerte especulación en torno a la ruptura de la paridad entre el dólar y el oro. Una de las premisas basilares del acuerdo de Bretton Woods comenzaba a resquebrajarse.

El 15 de agosto de 1971, el presidente de los Estados Unidos, Richard Nixon, acuciado por los desmesurados esfuerzos presupuestarios que demandaba la incursión bélica en Vietnam y ante la pérdida generalizada de confianza en torno a la fortaleza del dólar, anunciaba la suspensión temporal de la convertibilidad del dólar en oro con el fin de defender su valor frente a la especulación.

Los intentos posteriores de revivir los tipos de cambio fijos fracasaron, ningún acuerdo internacional reemplazó oficialmente al patrón dólar y en marzo de 1973 las cotizaciones de las principales monedas comenzaron a flotar una contra la otra. La abrogación del régimen de cambios fijos consagrado en las conferencias de Bretton Woods propagó una gran inestabilidad en las relaciones monetarias internacionales que generó un clima de incertidumbre generalizada a lo largo de la economía mundial, ya por entonces con claros rasgos de integración.

A fines de ese año, el shock del petróleo originado en la decisión de subir fuertemente los precios por parte de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (“OPEP”) se encargó de la estocada final. El crecimiento poco a poco se desaceleraba mientras la inflación seguía su espiral ascendente comenzando a despertar preocupación en el gobierno estadounidense.

Los años dorados del capitalismo llegaban a su fin y comenzaba un período de crisis dominado por el concepto de estanflación.



El mundo post Bretton Woods: globalización y profundización financiera

La persistencia del estancamiento económico conjugada con preocupantes índices inflacionarios ocupó gran parte de la agenda de los representantes de las principales potencias mundiales que reunidos en 1979 en la ciudad de Tokio en ocasión de la cumbre del G5, por primera vez en la historia, resolvían combatir activamente la inflación.

El paradigma keynesiano dominante hasta entonces comenzaba a perder terreno ante la inminencia de la escuela monetarista y los principios liberales que, a partir de allí, se ubicarán en el centro de las políticas económicas de las potencias mundiales ejerciendo una incidencia crucial en el afán por lograr la estabilidad de precios.

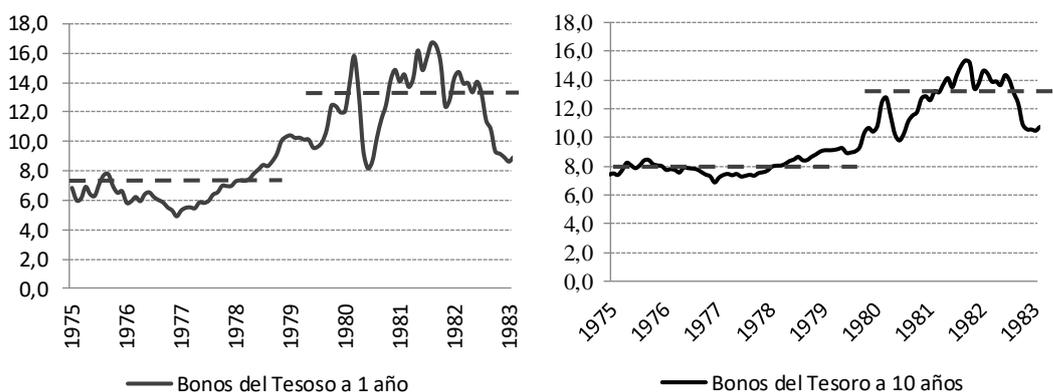
Ese mismo año, Paul Volcker, presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos (“Fed”, por sus siglas en inglés “Federal Reserve Board”) decretó, en el marco del recordado plan de estabilización antiinflacionario que llevara su nombre, subir la tasa de referencia para frenar las presiones sobre el nivel de general de precios. La Fed decidía, así, poner término a su larga política de sostenimiento de tasas artificialmente bajas y relajamiento de la restricción monetaria comprometiéndose con la desaceleración del crecimiento de la oferta de dinero. La política monetaria convertíase en el instrumento por excelencia de regulación y de control de los agregados macroeconómicos.

Las políticas de ajuste asociadas a una concepción liberal de la intervención del estado en la economía se terminaron de consolidar con el gobierno conservador de Margaret Thatcher y la administración de Ronald Regan. La llegada al poder de ambas figuras supuso un fuerte cuestionamiento al papel del estado en la economía y la sociedad. Era el momento del liberalismo. En efecto, la Sociedad Mont Pèlerin, la más prestigiosa sociedad de pensamiento comprometido con la causa liberal y la defensa de la economía de mercado, que tuvo su origen en ocasión del Coloquio Lippmann de 1938, comenzó a conquistar a partir de mediados de la década del setenta una gran reputación internacional gracias a los premios Nobel de economía de 1974 y 1976 que quedaron en manos de dos de sus más reconocidos miembros, Hayek y Friedman, respectivamente. Gran parte de los textos surgidos de los participantes de la sociedad dieron letra a la corriente liberal de la época que buscaba

restaurarse en un mundo amenazado por el colectivismo y el ascenso de las tesis keynesianas y marxistas.

Al amparo de un nuevo paradigma y con un crecimiento brutal de las tasas de interés, evidenciado en el gráfico n° 1, que puso en aprietos la sustentabilidad de la deuda de los países emergentes durante la década del ochenta, en especial a los latinoamericanos, y que ha repercutido considerablemente sobre la economía real y el nivel de desempleo, los gobiernos de la elite mundial “alcanzaron su principal objetivo: la inflación disminuyó fuertemente; el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor en los países del G7 pasó de un promedio del 10,7% anual en la década de 1970-1979 a sólo el 3,3% durante el período 1990-1995” (Chesnais, et al., 2001, p. 120).

Gráfico n° 1: Evolución de las tasas internacionales 1975-1983



Fuente: Crisis y reestructuración de deuda soberana (Cosentino, et al., 2017)

El giro liberal y monetarista de las naciones hegemónicas puso fin al control de los movimientos de capitales, limitó el rol del estado de corte keynesiano en cuanto a su intervención en los mercados y sentó las bases de la desregulación monetaria y financiera, estando ya las monedas libres del régimen de cambios fijos.

Las medidas implementadas por los gobiernos de EEUU y Gran Bretaña, asimiladas posteriormente por gran parte de los países desarrollados, dieron lugar al “sistema contemporáneo de finanzas liberalizadas y mundializadas” (Chesnais, et al., 2001, p. 35).



De esta forma, con la ruptura del modelo Bretton Woods y el giro monetarista de la política estadounidense, el sistema monetario internacional pasó a regirse por reglas de juego informales ancladas en esquemas cambiarios de flotación con intervenciones ocasionales en el mercado para suavizar las fluctuaciones de corto plazo; donde se asegura la libre convertibilidad para transacciones de la cuenta corriente y una paulatina liberalización de la cuenta capital agudizada a mediados de los ochenta. Por último, se consolidó la utilización del dólar como moneda de intervención así como de acumulación de reservas.

El entramado tendido garantizó las condiciones necesarias para el crecimiento de los mercados de capitales, el desarrollo de la actividad de intermediación en los canales de liquidez y de la industria de administración de activos financieros que han fomentado el movimiento de capitales junto con la proliferación de innovaciones financieras en materia de instrumentos de financiación y vehículos de inversión, así como también el surgimiento de nuevos jugadores de mercado. Así, este giro monetarista también se correspondió con el:

“momento en que los fondos de pensión y los organismos anglosajones de colocación colectiva de los valores mobiliarios (los pension funds y los mutual funds) (...) franquearon un umbral en el crecimiento del monto de ahorro que centralizan. Sus necesidades en términos de nuevas ocasiones de colocación fueron muy fácilmente satisfechas porque los gobiernos buscaban nuevas maneras de financiar sus déficit sin excesivo costo político. (Chesnais, et al., 2001, p. 26).

Cuadro n° 1: Proporción del mercado de las instituciones financieras en los Estados Unidos

	1948	1960	1970	1980	1993
Bancos	55,9	38,2	37,9	34,8	25,4
Mutual funds	1,3	2,9	3,5	3,6	14,9
Fondos de pensión	3,1	9,7	13	17,4	24,4
Comisionistas de valores	1,0	1,1	1,2	1,1	3,3

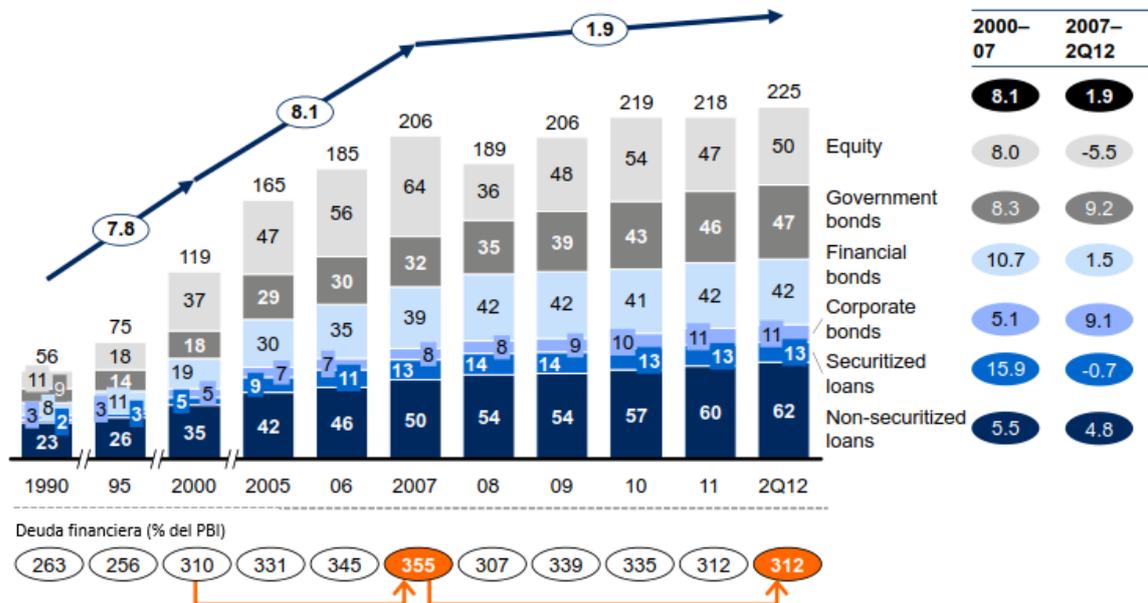
Fuente: Kaufman y Mote (1994, p. 7)

Nota: partes de mercado en porcentaje del total de los activos del conjunto de las sociedades financieras

La implosión de la esfera financiera ha sido extremadamente vertiginosa. Chesnais et al. (2001) destaca el mencionado crecimiento haciendo hincapié en la proporción de transacciones financieras en el PIB mundial que evolucionó de 15 a 1 en 1970, a 30 a 1 en 1980, y a 78 a 1 en 1990. El gráfico n° 2 contiguo ilustra la fase más reciente del proceso de profundización financiera internacional, poniendo de relieve el espectacular crecimiento del stock de títulos valores puestos en circulación:

Gráfico n° 2: Profundización financiera internacional

Stock global de deuda y capital accionario en circulación
Cifras en trillones, a moneda constante del 2011



Fuente: Financial globalization. Retreat or reset? (McKinsey Global Institute, 2013)

La dinámica graficada estuvo fuertemente impulsada por los vientos epocales, signados por progresos tecnológicos inauditos en el campo comunicacional, la era de la digitalización junto a la irrupción de internet y la globalización del acceso a la información. Dicho contexto devino en tierra fértil para el florecimiento de un proceso de integración y profundización financiera internacional sin antecedentes que, lejos de tratarse de un fascículo accesorio en la historia del capitalismo, se ha desplegado como un momento crucial en la consumación de su propia esencia.

Por las dimensiones y alcance de su acontecer en la configuración de nuestro mundo, tanto en el plano económico, cultural, social o político, ha significado un punto de inflexión en la

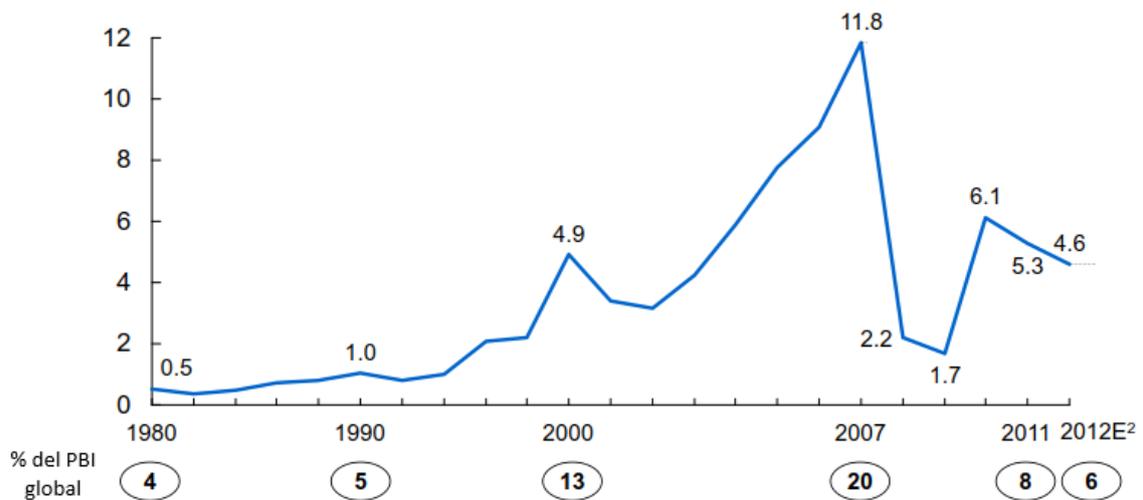
historia económica mundial. Fenómeno que permitió a las finanzas la conciencia y figuración de su propio ámbito de actuación mientras posibilitaba la perfección de la razón capitalista.

La plena libertad de movimiento de los flujos de capital representa la anhelada realización de una condición necesaria para la premisa de maximización eficiente subyacente a los modelos matemáticos que sustentan la teoría económica del capitalismo.

En el gráfico n° 3 puede apreciarse el crecimiento exponencial de los flujos internacionales de capital acaecido en las últimas décadas.

Gráfico n° 3: Globalización financiera internacional

Flujos internacionales de capital
Cifras en trillones, a moneda constante del 2011



1- Incluye inversión extranjera directa, compras de bonos y acciones extranjeras, préstamos y depósitos.
2- Estimado en base a información disponible del último trimestre. Para países sin información trimestral, se utilizaron tendencias del FMI

Fuente: Financial globalization. Retreat or reset? (McKinsey Global Institute, 2013)

Beneficios de la desregulación financiera

Los postulados de la teoría liberal clásica afirman que la desregulación financiera mejora la asignación global de recursos, fomentando la inversión en aquellos países con escasez de ahorro nacional o mercados de capitales maduros.



Según esta perspectiva, los beneficios de la canalización internacional de los flujos pueden vislumbrarse entonces tanto en los orígenes como en las aplicaciones de fondos: por un lado, permiten una tasa de rentabilidad más alta del ahorro privado en los países industriales y, por el otro, una mejora del crecimiento, de las oportunidades de empleo y los niveles de vida en los países en desarrollo.

De igual forma, se arguye que promueven y facilitan la diversificación de riesgos al ampliar las posibilidades de las carteras de inversión, reducen los costos de financiamiento e intermediación y aceleran el desarrollo del mercado financiero doméstico que deberá bregar por su eficiencia y competitividad.

Las afluencias derivadas de la liberalización permiten la transferencia de tecnología y técnicas de gestión extranjeras, estimulando las buenas prácticas, la competencia e innovación, a la vez que impulsan el crecimiento. El “corporate governance” o gobierno corporativo, por ejemplo, se trata de un cúmulo de normas cuyo cumplimiento aporta seguridad económica y jurídica al entorno de negocios, y, por ende, se ha vuelto altamente considerado por parte de los inversores y los organismos responsables de la regulación y salud de los mercados de valores.

Por último, la liberalización de la cuenta de capital también puede interpretarse como una especie de auditoría de las políticas públicas y la salud macroeconómica de un gobierno. La exposición de un país con apertura financiera a la permanente evaluación de los inversores genera una presión adicional sobre las garantías y cumplimiento de las reglas de juego, el nivel de seguridad jurídica y el grado de solidez en el entorno de negocios. Un supuesto deterioro de las condiciones o un quiebre en las convenciones implícitas podría provocar represalias de los inversionistas nacionales y extranjeros, de los grandes jugadores del mercado que ha traído consigo el proceso de globalización financiera, quienes podrían sacar repentinamente el capital del país al contar con un vasto marco de información de los diversos mercados.

Este aspecto particular de la internacionalización de las finanzas se ve reforzado por la presencia mundial de las grandes calificadoras de riesgo que evalúan el riesgo de los flujos de fondos esperados sobre la base de las condiciones actuales y proyecciones futuras, y las firmas de auditoría, encargadas de evaluar la aplicación de los estándares normativos



globales. En muchos casos, el efecto de su accionar acaba siendo fundamental por el refuerzo pro-cíclico ejercido tanto en fases de auge como de recesiones.

Sin embargo, la evidencia empírica que nos ha dejado la experiencia de liberalización financiera de las últimas décadas adolece de una gran fragilidad a la hora de sustentar los principios mencionados.

La dulce vita

La escena final de la que quizás sea la realización más elevada de la obra de Federico Fellini, “La dulce vita”, encuentra al protagonista de la trama, Marcelo, un exitoso periodista que ha vivido artificialmente entre las luces de la farándula, ebrio y confundido, a orillas del mar, luego de una larga noche de excesos y vanidades. Desarreglado, contempla en los ojos de un estremecedor animal marítimo atrapado en la arena, la crudeza de lo frívolo, de su propia frivolidad. La inmensidad del mar se abre como un profundo interrogante capaz de ahondar en el extremo vacío que le ha dejado el camino desandado.

El ruido del afuera junto a la vorágine de la superficialidad de a poco comienzan a ceder ante el llamado, dulce e inocente, de una niña a la que Marcelo, ensordecido, no logra oír. Con una enigmática sonrisa lo despide, desnudando la distancia que abisma entre aquellas inocentes promesas del inicio y su realidad.

A lo largo del itinerario recorrido y con mayor frecuencia en las últimas décadas del siglo XX y los años que han pasado del siglo XXI, la comunidad financiera internacional se ha encontrado en sucesivas ocasiones inmersos en el mismo sinsabor. Joseph Stiglitz (2002) habló en “El malestar en la globalización” de “promesas rotas” (p. 53), Paul Krugman (1999) se detuvo en el “futuro que no funcionó” (p. 105), Paul Samuelson (2008) se ha preguntado por “este caos financiero” y “el suicidio del capitalismo de Wall Street”. Todos ellos, premios Nobel de Economía que han reflexionado críticamente sobre el curso de la economía mundial. Evidentemente algo ha salido mal.

Desde su puesta en funcionamiento, y de manera creciente a partir de los años noventa, el esquema post Bretton Woods del sistema monetario internacional ha consolidado su proceso



de globalización y profundización financiera, sobre la base de la implosiva dinámica de los flujos de capital, dejando entrever serios desequilibrios y vulnerabilidades en su andar.

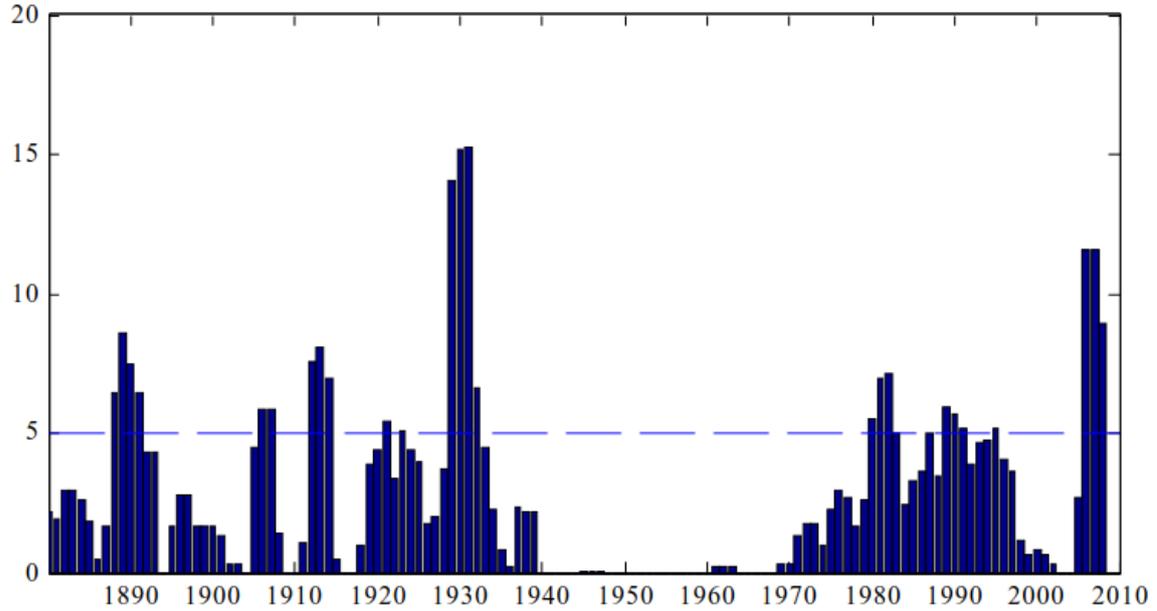
En primer lugar, cabe observar que el incremento de los flujos de capitales ha estado determinado por la alta volatilidad de los mismos, materializada en períodos marcados por fases de auges pronunciados y reversiones súbitas; que han tenido consecuencias devastadoras en los mercados emergentes.

El estudio del comportamiento contextualizado de los flujos de capital ha permitido identificar patrones de racionalidad en determinados escenarios y bajo ciertos supuestos, relaciones causales y mecanismos de interacción con otras variables intervinientes, dando lugar a la caracterización de movimientos singulares como “fly to quality”, “sudden-stops” o “fire sales” entre otros. Estos microfenómenos en el marco de las interconexiones globales que se fueron afianzando con el paso de los años acapararon la atención de los hacedores de políticas económicas que recibían con euforia su llegada y sufrían su abrupta interrupción o huida definitiva. El diseño de políticas de control y administración de los flujos de capital, sobre todo aquellos cuyo horizonte temporal anida en el corto plazo, no siempre ha sido exitoso y mucho menos oportuno.

La volatilidad de los flujos de capitales debe analizarse junto a tres rasgos íntimamente asociados a dicha característica: su mecánica pro-cíclica, que refuerza y amplifica el clima macroeconómico del entorno, el funcionamiento gregario, en manada, rápidamente contagioso y su nivel de autonomía o independencia respecto a los “fundamentals” de una economía.

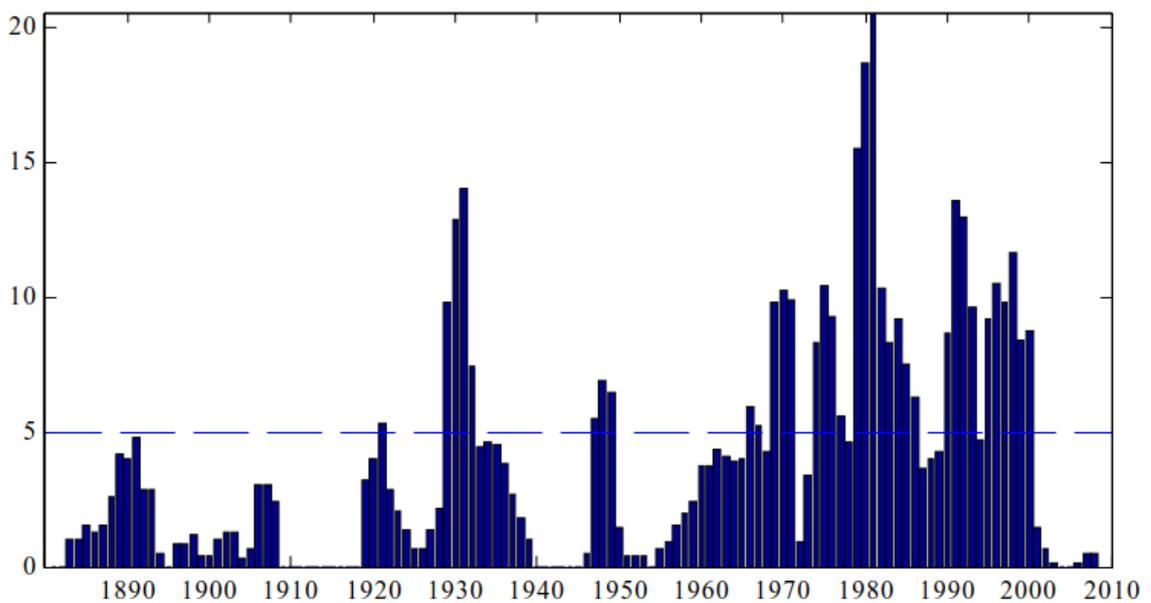
En segundo término, y vinculado al comportamiento de los flujos de capital, se ha constatado un incremento en la frecuencia de episodios de crisis financieras en sus distintas tipologías: crisis bancarias, cambiarias y de deuda; tal como puede apreciarse en los gráficos contiguos.

Gráfico n° 4: frecuencia de crisis bancarias entre 1880-2009 - suma móvil ponderada de 3 períodos



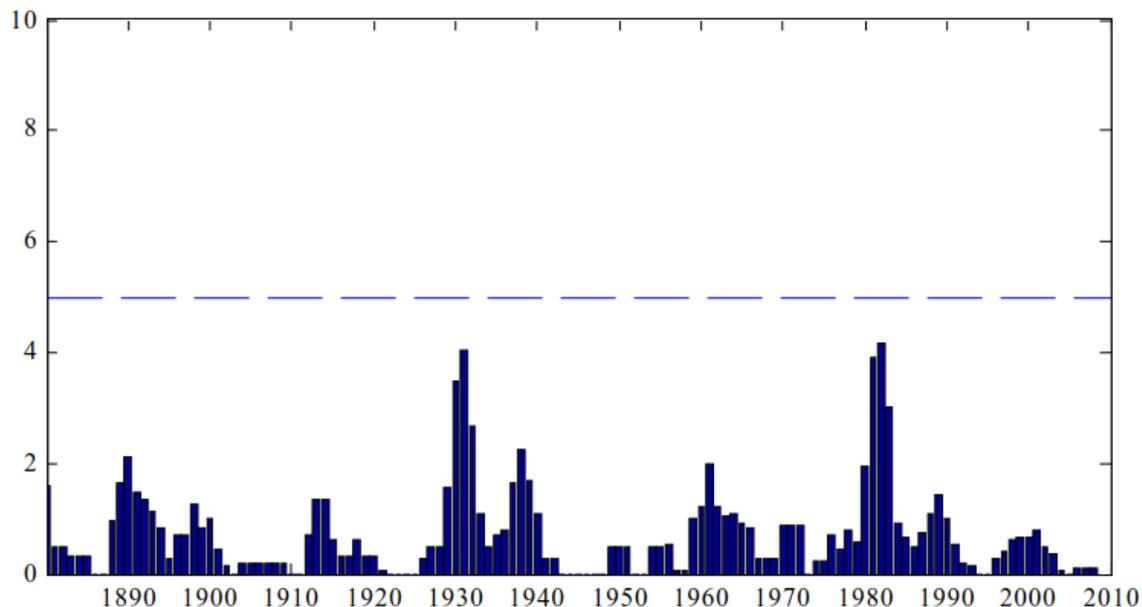
Fuente: The global financial crisis: is it unprecedented? (Bordo, M. y Landon-Lane, J., 2013)

Gráfico n° 5: frecuencia de crisis cambiarias entre 1880-2009 - suma móvil ponderada de 3 períodos



Fuente: The global financial crisis: is it unprecedented? (Bordo, M. y Landon-Lane, J., 2013)

Gráfico n° 6: frecuencia de crisis de deuda entre 1880-2009 - suma móvil ponderada de 3 períodos



Fuente: The global financial crisis: is it unprecedented? (Bordo, M. y Landon-Lane, J., 2013)

Como ejemplos de estos episodios pueden traerse a colación la crisis de deuda latinoamericana en la década de los ochenta, la crisis del tequila en México en 1994, las crisis asiáticas de fines de los noventa, la crisis brasilera de 1998 y la argentina de finales de 2001. Ya en forma más reciente, cabe destacarse la crisis financiera global de 2008 y la europea de 2012 y 2013 que resquebrajó las bases institucionales de la unión.

En tercer lugar, ya en sintonía con la creciente desregulación financiera y como consecuencia de la inestabilidad de los flujos de capital mencionada, se ha cotejado un significativo incremento de la volatilidad en los tipos de cambios nominales y reales. Ante ello, principalmente los países emergentes, han adoptado medidas de protección que en muchos casos consistieron en improductivos acopios de reservas internacionales.

Otros dos aspectos que deben resaltarse son, por un lado, el poderío monopólico de los nuevos jugadores de mercado que administran carteras de activos capaces de desestabilizar a cualquier economía del mundo, y, por el otro, la creciente interconexión financiera entre instituciones reguladas y no reguladas (“shadow banking”) y entre las hojas de balance de organismos públicos y empresas privadas del último rincón del planeta que ha incrementado



los riesgos sistémicos del funcionamiento global por la inmediatez de los mecanismos de contagio.

Por último, uno de los rasgos más catastróficos de la liberalización del capital: el aumento de la pobreza y la desigualdad. Según datos del Banco Mundial (2000), en 1987, 2.549 millones de personas vivían con menos de dos dólares diarios. En 1998, se estimaba que 2.801 millones de personas se encontraban sumidos en dicha situación ignominiosa. Relevamientos más recientes de la entidad (2016) indican que en 2013 el 10,7% de la población mundial vivía con menos de un dólar al día.

Las grietas señaladas se han convertido en severas contradicciones inherentes a la hipertrofia financiera engendrada con el proceso de globalización y profundización iniciado en las postrimerías de la segunda guerra mundial. Contradicciones que han volcado sobre el sistema una ingobernable inestabilidad y que han truncado la prosperidad prometida a los condenados del rezagado subdesarrollo.

El incremento en la frecuencia de acontecimientos de crisis y el sobredimensionamiento del potencial desestabilizante de los desequilibrios dejan al descubierto un síntoma inequívoco de desacuerdos más profundos que se han ido agudizando por la velocidad y magnitud del fenómeno financiero.

Si bien la globalización financiera y los flujos de capital han estado presentes en los debates contemporáneos y en la agenda de los encargados del diseño e implementación de políticas económicas queda, aún, un largo trecho por recorrer en el marco de la institucionalidad que reclama un abordaje íntegro y sistémico.



Capítulo II

Lo que el viento trajo soplando

“Me preguntó si había sentido dolor ese día. (...) Contesté, sin embargo, que había perdido la costumbre de interrogarme y que me resultaba difícil informarle” (Camus, 2009, p. 69).

Como hemos observado en el capítulo I, desde la puesta en marcha del sistema monetario internacional post Bretton Woods la economía mundial ha sido testigo del incremento en la frecuencia de episodios de crisis financieras. De forma alterna o en simultáneo, sus principales tipologías de manifestación, bancarias, de deuda y cambiarias, se han ido sucediendo una a otra a lo largo de las últimas cuatro décadas.

En un escenario protagonizado por la dependencia e interconexión de hojas de balance pertenecientes a agentes económicos transnacionales, operadores en sofisticados mercados mundiales cuyo guion se encuentra dominado por la velocidad de movimiento y potencial de contagio que ha inyectado el proceso de globalización financiera sobre el capitalismo de finales del siglo XX, hasta el último rincón del planeta ha tambaleado ante el peligro inminente de una caída. Un insignificante resfrío al otro lado del mundo, revitalizando el efecto mariposa, se ha tornado capaz de transformarse, con rapidez imperceptible y efectos desproporcionados, en un amenazante foco infeccioso para un cuerpo único e integrado.

Esta latencia del peligro ha diseminado a lo largo del sistema una estresante dosis de incertidumbre rápidamente traducida, bajo condiciones climáticas adversas, en dinámicas de los flujos de capital, ágiles y desregulados, sumamente desestabilizantes.

Antes de adentrarnos en episodios de crisis que han tenido a los flujos de capital como protagonistas decisivos, procederemos a delimitar su concepto, identificar sus factores



movilizantes conocidos como pull and push factors, y escenificar los vínculos entre las políticas monetarias, el mercado cambiario y la movilidad de los capitales.

Flujos de capital: balanza de pagos y regímenes cambiarios

Los flujos de capital, siguiendo a Calvo, Leiderman y Reinhart (1994), que han sido pioneros en su estudio, pueden definirse como “el incremento del endeudamiento internacional neto de los sectores privado y público durante un período dado, y se miden, si bien de modo impreciso, por el superávit en la cuenta de capital de la balanza de pagos” (p.9). Por ende, y salvo por los errores y omisiones, “el superávit de la cuenta de capital equivale al gasto excedente del ingreso (o sea el déficit en cuenta corriente), más la variación de las tenencias oficiales de reservas internacionales” (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1994, p.9).

Dicha definición es congruente con los principios contables del Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional del FMI que, sobre la base del registro transaccional regido por la partida doble, determina a la variación de activos de reservas internacionales como el resultado de la suma de los saldos de las cuentas corriente, capital y financiera más los errores y omisiones.

En forma sintética, el resultado neto de la balanza de pagos estará dado por la suma de los pagos netos de la cuenta corriente y la cuenta capital:

$$\text{Balanza de pagos} = \text{Cuenta corriente} + \text{Cuenta capital}$$

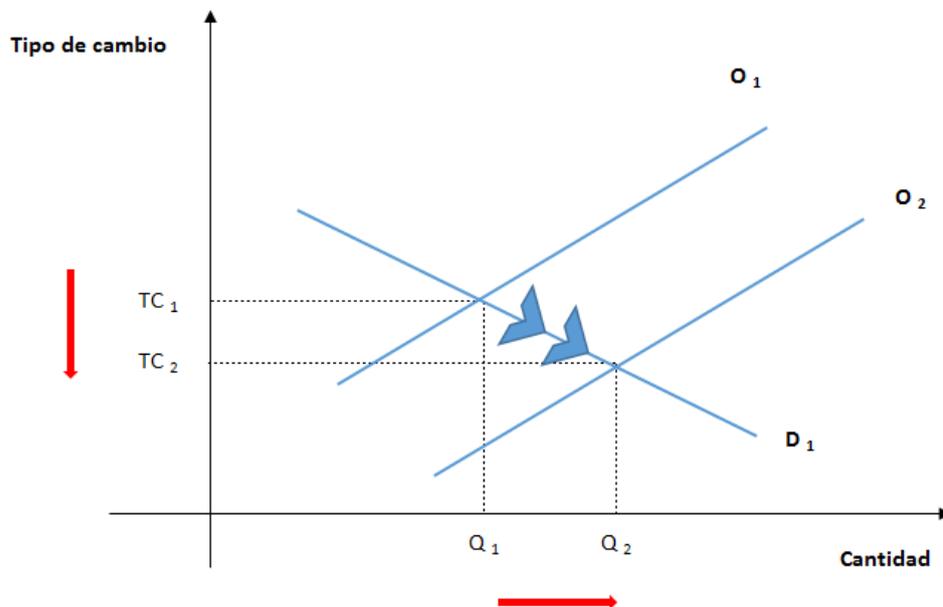
Una afluencia de flujos de capital explicada por un superávit de la cuenta capital, entonces, podrá corresponderse con una situación de mayor déficit en cuenta corriente y/o un incremento en el nivel de reservas internacionales, dependiendo de la política macroeconómica sostenida y el régimen de tipo de cambio establecido. Así, el ingreso de capitales podrá motivar distintas respuestas de la autoridad monetaria o banco central de un país en función a sus objetivos.

En uno de los extremos de respuesta posible, se encuentra el régimen de tipos de cambio flexible donde el valor de la moneda extranjera se determina por el libre juego de oferta y demanda de divisas. La llegada de capitales, partiendo de una situación original de equilibrio

definida por el equilibrio TC_1 y Q_1 , impulsa la dinámica plasmada en el gráfico n° 7 contiguo. El desplazamiento de la curva de oferta de O_1 a O_2 , al aumentar la cantidad de moneda extranjera en circulación, genera un incremento en la cantidad demandada conforme va apreciándose la moneda doméstica. El nuevo equilibrio se genera en la intersección de las curvas D_1 y O_2 , siendo el nuevo tipo de cambio de equilibrio el TC_2 y Q_2 las cantidades comercializadas. En términos formales:

Variación balanza de pagos = 0; ▼ cuenta corriente = ▲ cuenta capital

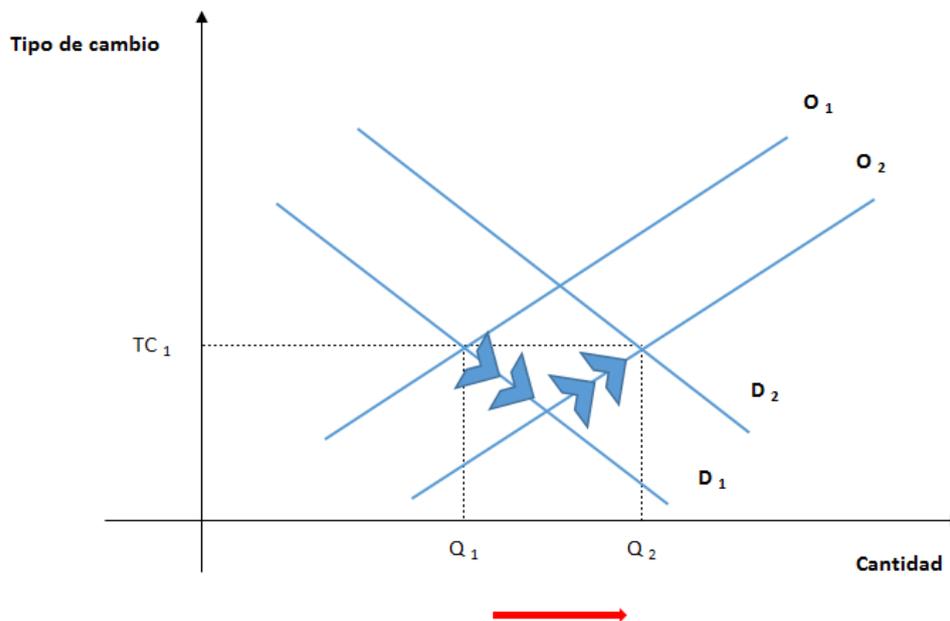
Gráfico n° 7: Mercado cambiario bajo tipo de cambio flexible



En la antítesis de la regulación del mercado por sus propias fuerzas se encuentra el sistema de tipos de cambio fijos donde la autoridad monetaria define una determinada paridad en torno a términos preestablecidos de conversión de las monedas. Al fijarse el precio de la moneda extranjera, representado por TC_1 en el gráfico n° 8, la afluencia de capitales externos presiona a la baja del tipo de cambio pero la autoridad monetaria, comprometida con una determinada paridad, interviene en el mercado para absorber el exceso transitorio de divisas. La compensación del exceso de oferta mediante el incremento de las reservas logra neutralizar el efecto de los flujos de capital sobre la cotización de la moneda foránea.

Variación balanza de pagos = ▲ reservas internacionales = ▲ cuenta capital

Gráfico n° 8: Mercado cambiario bajo tipo de cambio fijo



Pull y push factors

El comportamiento de los flujos de capital se encuentra determinado por variables con distintos grados de sensibilidad y potencialidad, cuya ponderación dependerá de la fisonomía particular de la economía que reciba o expulse los capitales en movimiento y de los vientos epocales que caractericen al contexto internacional vigente en cada momento.

Confluyen a la interpretación de un proceso de entradas de capitales ingredientes domésticos, macroeconómicos e idiosincráticos, conjugados con patrones internacionales de liquidez, riesgo e intereses de la comunidad de inversores y acreedores. Es por ello que los pull and push factors tendrán incidencias divergentes en función de la realidad que se esté analizando, emergente o desarrollada, cíclica o estructural, como así también serán distintas la



volatilidad, el grado de persistencia y el destino u objetivo de las afluencias de los flujos de capital.

Urge con vital importancia la identificación del origen del flujo, distinguiéndose los movilizantes internos que se encuentran dentro del alcance y “jurisdicción” de un país en cuestión, de las causas externas que quedan fuera del control de las decisiones locales. A modo de ejemplo de estos últimos, pueden mencionarse las subas o bajas de tasas de interés internacionales, el apetito o aversión por el riesgo de la base de inversores mundial y el crecimiento o recesión del resto del mundo.

Por su parte, un proceso de apertura financiera y comercial, un programa de estabilización de precios o reformas institucionales profundas con miras a cimentar la confianza y credibilidad tan importantes en la directriz del interés, pueden citarse como sucesos internos capaces de atraer flujos.

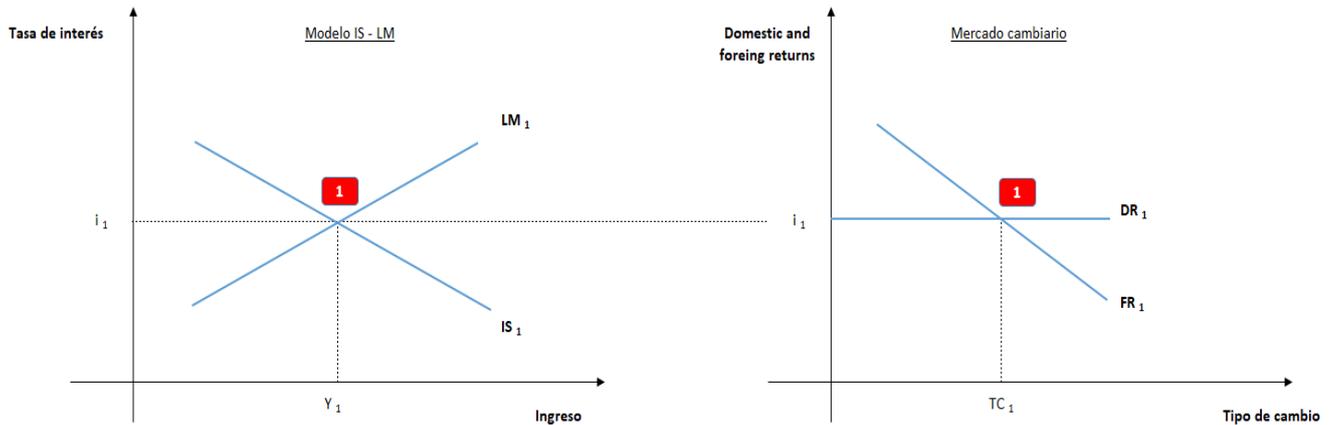
También resulta de suma utilidad la disquisición de aquellos factores asociados a causales coyunturales o circunstanciales que responden a factores cíclicos o reversables, de otros factores asociados a cuestiones estructurales, de largo plazo. Dentro de los factores relativos al primer grupo pueden resaltarse la evolución del precio de los commodities, el grado de liquidez y solvencia de las hojas de balance de los agentes domésticos, el nivel de las tasas de interés locales y el crecimiento interno exhibido. Asociados a un origen estructural, se encuentran las estrategias de diversificación de portfolios internacionales, el desarrollo y fomento de los mercados de capitales, programas de reformas institucionales con lineamientos de política monetaria y fiscal de mediano y largo plazo, los procesos de desregulación comercial y la liberalización de la cuenta capital.

Modelo IS-LM Mundell Fleming ¹

Utilizaremos el modelo IS-LM abierto para ilustrar los vínculos entre las políticas monetarias, el mercado cambiario y la movilidad de los capitales. Partiremos de una situación de equilibrio, tanto en el mercado de bienes como en el cambiario:

¹ Para mayor información del modelo, consultar: Feenstra R, y Taylor, A. (2012). *Macroeconomía internacional*.

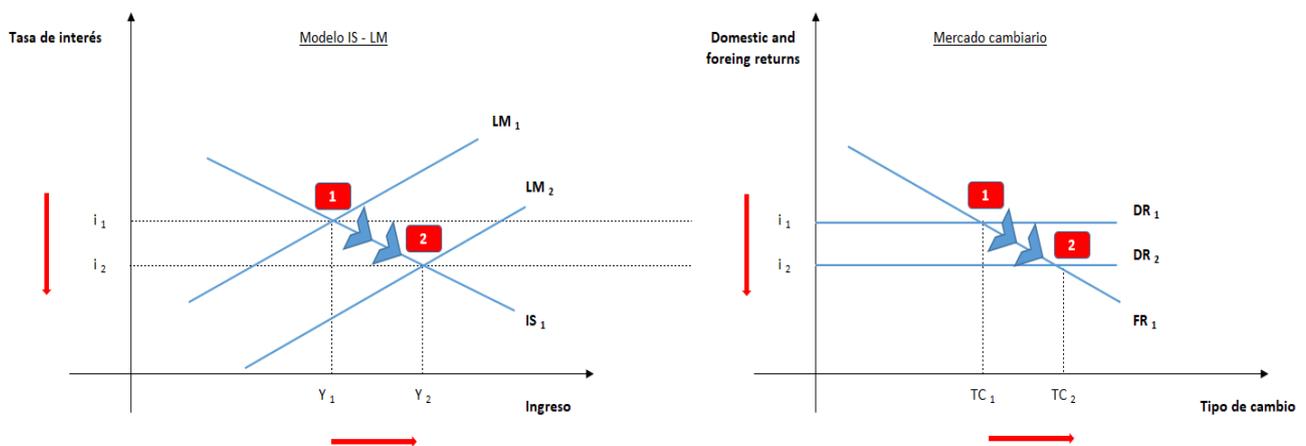
Gráfico n° 9: Equilibrio en mercado de bienes, dinero y sector externo



Para visualizar la mecánica macroeconómica y la interrelación de los mercados mencionados, supondremos dos políticas disruptivas, con la construcción de los correspondientes escenarios: una política monetaria expansiva y una política fiscal expansiva.

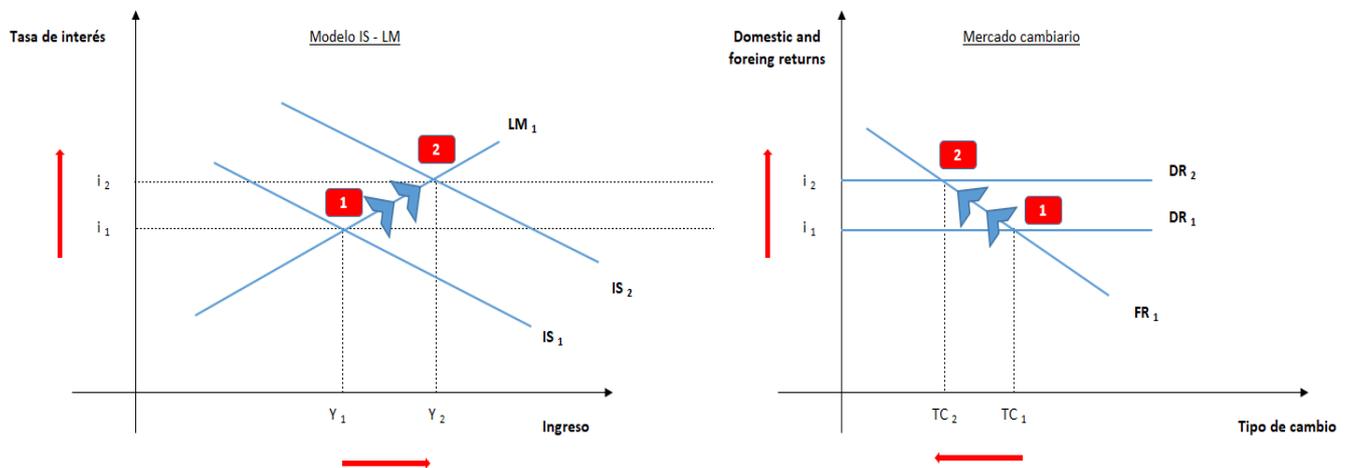
Expondremos las implicancias tanto del shock monetario como fiscal, en primer término dentro de un esquema de tipo de cambio flotante para luego adentrarnos en un modelo de tipos de cambio fijos e intervención activa en el mercado cambiario.

Gráfico n° 10: Política monetaria expansiva y régimen de tipo de cambio flexible



El incremento en la oferta monetaria ocasiona, en primera instancia, un desplazamiento de la curva LM_1 a LM_2 . La caída de la tasa de interés, con la consecuente disminución de los costos de financiamiento, incentiva la movilización y puesta en marcha de nuevos proyectos de inversión propiciando una expansión en el producto bruto que pasa de Y_1 a Y_2 . En el mercado cambiario, se observa una depreciación del tipo de cambio al disminuir la oferta de moneda extranjera como reacción ante la baja en los retornos domésticos. El nuevo equilibrio, para ambos mercados, se ha desplazado desde el punto 1 al 2, tal como puede cotejarse en el gráfico n° 10.

Gráfico n° 11: Política fiscal expansiva y régimen de tipo de cambio flexible

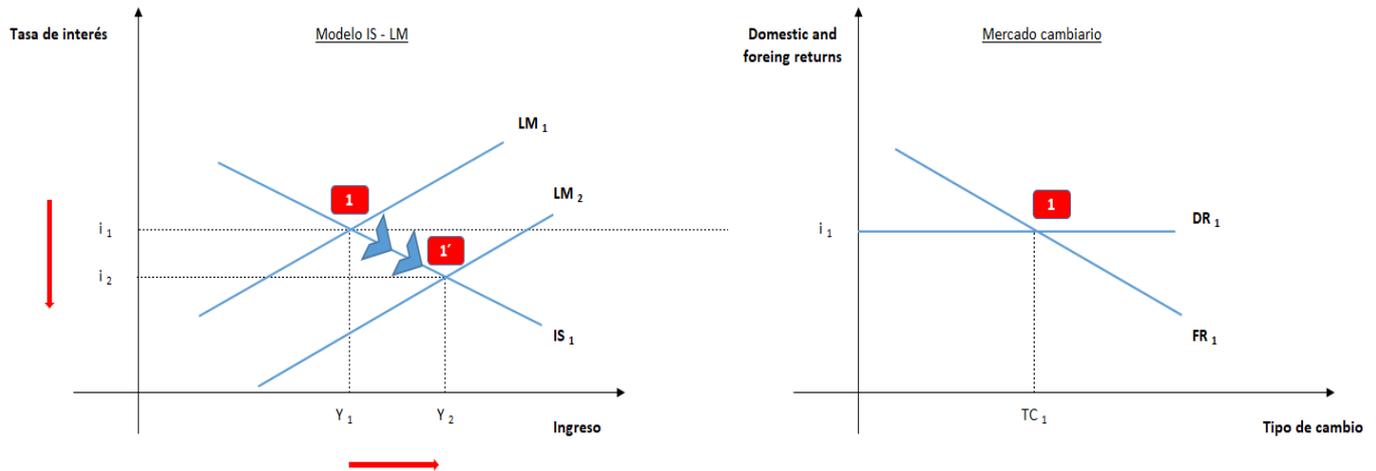


La política fiscal expansiva en el marco de un régimen de tipos de cambio flexible, genera los efectos plasmados en el gráfico n° 11 que a continuación se describen. En el mercado de bienes, el incremento del gasto público o de la inversión presupuestaria desplaza la demanda agregada de Y_1 a Y_2 , incrementando el nivel de ingreso agregado y generando presiones hacia la suba en los niveles de tasas de interés.

Tasas de interés domésticas más elevadas atraen capitales externos deseosos de un mayor rendimiento, con apetito de riesgo. La afluencia de capitales externos adicionales incrementa la oferta de moneda extranjera que, en el marco de un mercado cambiario desregulado, aprecia el tipo de cambio vigente al modificarse los términos relativos de intercambio. Un mayor nivel de ingreso, tasas incrementadas de interés y una moneda local apreciada son el resultado de la política fiscal expansiva.

Ahora procederemos a analizar las políticas expansivas de shocks recientemente recorridas pero al amparo de un régimen de tipos de cambio fijos, con intervención activa de la autoridad monetaria en el mercado cambiario.

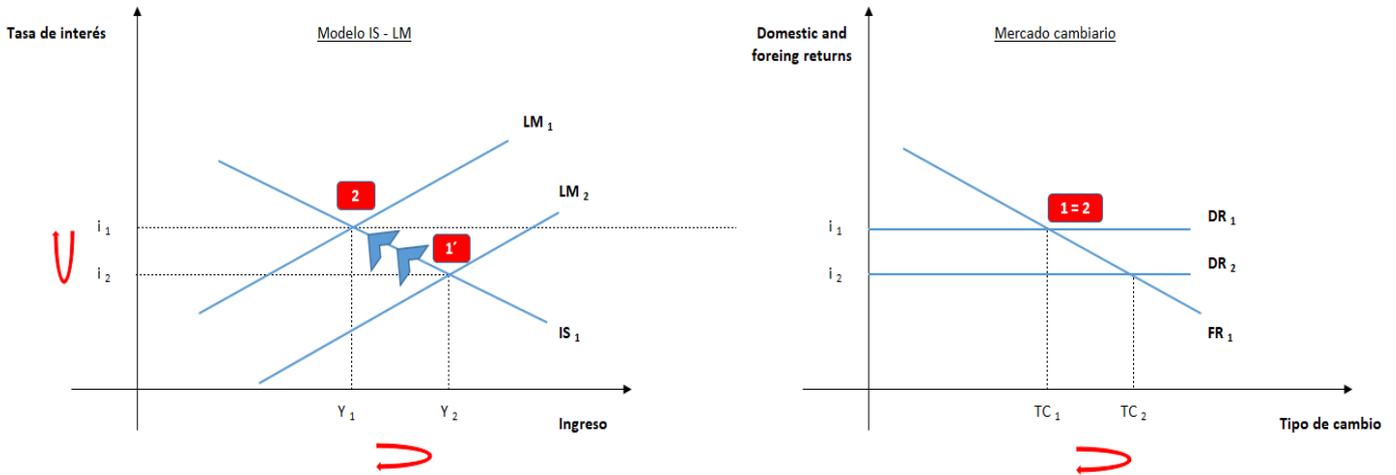
Gráfico n° 12-a: Política monetaria expansiva y régimen de tipo de cambio fijo



Comencemos con la política monetaria expansiva. El primer efecto del incremento en la base monetaria, al igual que en el régimen de tipos de cambios flexibles, genera presiones a la baja en la tasa de interés. El mercado de bienes pasa a equilibrarse en el punto 1' del gráfico n° 12-a.

No obstante, al fijarse los términos de intercambio como uno de los objetivos de la política cambiaria, la autoridad monetaria interviene en el mercado cambiario para absorber la demanda incipiente de moneda extranjera, vendiendo reservas internacionales.

Gráfico n° 12-b: Política monetaria expansiva y régimen de tipo de cambio fijo

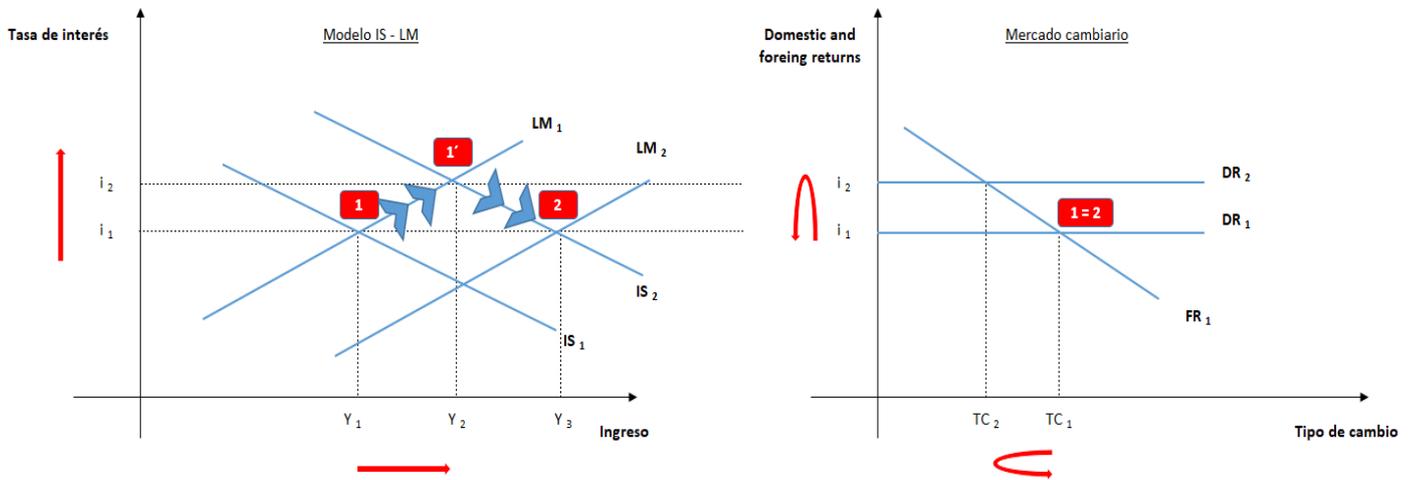


La intervención del banco central en el mercado cambiario neutraliza el efecto inicial de la política monetaria expansiva. El equilibrio $1'$ del mercado de bienes es abandonado para restituirse el equilibrio inicial.

Pudo apreciarse en la secuencia ilustrada en el gráfico n° 12-b cómo los mecanismos posteriores a la política de shock monetaria expansiva, en el marco de un compromiso de la autoridad monetaria con un determinado tipo de cambio, contrarrestaron la dinámica inicial.

Por último, resta detallar las derivaciones de una política fiscal expansiva delineada en un esquema de tipo de cambios fijos. Lo haremos en el gráfico n° 13, pasando del equilibrio en el mercado de bienes 1 al 2 , con una estancia temporal en el equilibrio $1'$. A diferencia de lo acontecido en el contexto de flexibilidad cambiaria, el mercado cambiario será testigo de la intervención del banco central quien buscará, mediante el incremento de reservas, mantener las paridades establecidas en su estrategia monetaria.

Gráfico n° 13: Política fiscal expansiva y régimen de tipo de cambio fijo



En primera instancia, la suba del gasto público impulsa un desplazamiento de la curva IS que pasará de IS_1 a IS_2 equilibrándose el mercado en la nueva intersección representada por el punto 1'. El consecuente incremento de la tasa de interés doméstica fomenta el ingreso de capitales externos motivados por la búsqueda de mayores retornos. La afluencia de moneda extranjera genera incentivos para la apreciación del tipo de cambio. No obstante, al estar el banco central comprometido con una paridad establecida, el exceso de oferta debe ser aspirado por la autoridad monetaria, engrosando el nivel de reservas a medida que se neutralizan las presiones ejercidas por las fuerzas del mercado sobre el precio de la divisa.

Las mecánicas ilustradas ponen de manifiesto la íntima relación que mantienen las dinámicas del mercado de bienes, la política monetaria y el régimen cambiario. Relación que se ha visto decididamente afectada por el desarrollo y crecimiento del movimiento de capitales del último tiempo. La actividad y volumen de la cuenta de capital, medida del grado de apertura y libertad de flujos de fondos, se ha convertido de la mano del proceso de globalización y profundización financiera acontecido a partir de la década del 80', en un aspecto crucial de las relaciones macroeconómicas recorridas.



Los peligros de la libertad y la globalización financiera

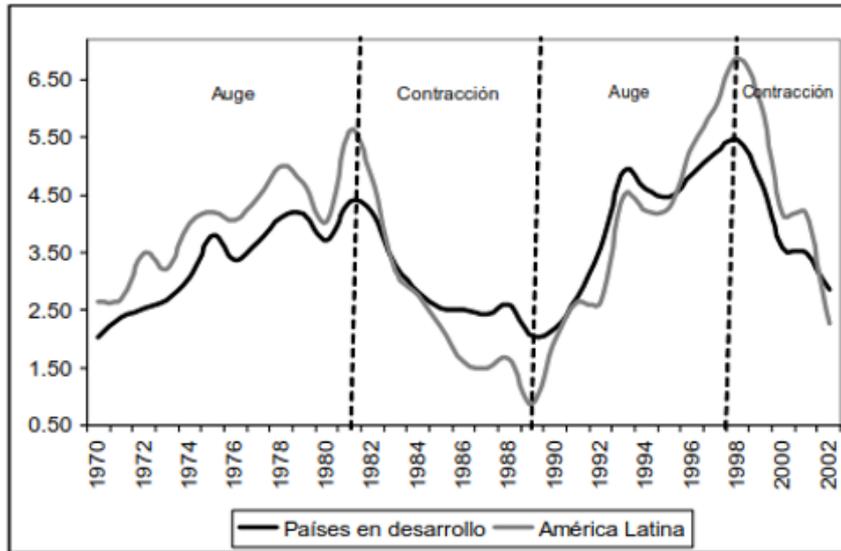
El crecimiento de las finanzas y la implosión del movimiento de capitales narrados en el capítulo introductorio han traído consigo un sinfín de crisis y costosos desarreglos que golpearon con dramatismo a las economías emergentes y, aunque en menor medida, también a las más desarrolladas. En el presente apartado, iremos recorriendo períodos críticos de afluencias y reversiones de capital, descubriendo rasgos y dinámicas fundamentales de su acontecer, con especial foco en el desenvolvimiento de dichos fenómenos dentro de las economías en vías de desarrollo.

Tal como vimos en el capítulo I, la década de 1970 comenzaba con serias dudas respecto de la sustentabilidad de los principios consagrados en las conferencias de Bretton Woods. En 1973 las principales monedas abandonaron el régimen de cambios fijos y en octubre del mismo año, la crisis del petróleo agravó la ruptura, acentuando la desaceleración del crecimiento de las potencias industriales a la vez que propiciaba un fuerte impulso a la inflación.

La estampida en el precio del petróleo producto de la decisión de la OPEP generó un fuerte superávit en los países productores que volcaron el ahorro externo en el sistema bancario internacional. La liquidez consecuente devino en los “eurodólares”, novedosos instrumentos de deuda canalizados mediante préstamos sindicados de gran envergadura a lo largo de un sistema financiero internacional desregulado y con patrones de integración global.

Se iniciaba así, como puede apreciarse en el gráfico n° 14, una primera fase de auge de flujos de capital desde los centros financieros más desarrollados hacia las economías emergentes, de la mano de los bancos comerciales que en el marco de la estanflación de las potencias industriales reorientaban sus carteras de préstamos hacia los mayores retornos provenientes de las economías en desarrollo.

**Gráfico n° 14: Flujos netos agregados de capital para el período 1970 - 2002
(Como porcentaje del PBI)**



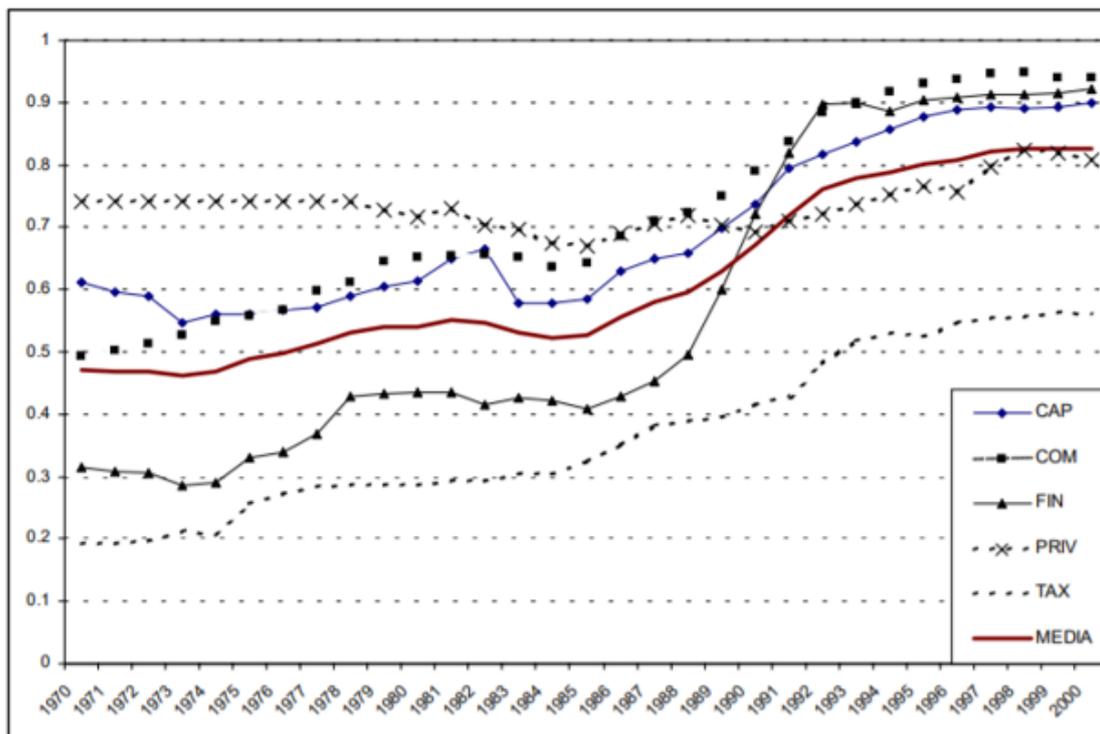
Fuente: La dinámica de los flujos de capital hacia América Latina y los países en desarrollo (Alejandro Torres G., 2004)

La década de 1990 fue testigo de uno de los procesos más relevantes y representativos de la preeminencia financiera del nuevo orden económico mundial. Luego de la crisis de deuda de los 80', donde el flujo de capital a las economías emergentes se vio severamente interrumpido, los países en desarrollo, con especial participación de América Latina, fueron excelentes anfitriones de una importante afluencia de capitales que, obstinada en su afán por escapar a la drástica caída de tasas de interés internacionales y a la inminente recesión de las economías industrializadas, regresaba a antiguos pero renovados destinos en busca de mayores retornos.

El desolado recuerdo de territorios azotados por ingentes déficits fiscales, tasas de inflación galopantes y sin control, constataba con un nuevo amanecer. Los gobiernos de turno encontraban en los slogans liberales dominantes de la teoría pública epocal fundamento para sus políticas macroeconómicas comprometidas con el mantenimiento de presupuestos viables, baja inflación, la desregulación de los mercados, apertura financiera y libre comercio. Las recetas del consenso de Washington guiaron los auspiciosos programas de reformas estructurales que emprendieron las regiones en vías de desarrollo, como

Latinoamérica, que buscaban una salida a las terribles consecuencias de la crisis de deuda inaugurada con el giro monetarista de la política estadounidense materializado en el mencionado Plan Volcker.

Gráfico n° 15: Índices de reformas estructurales en América Latina y el Caribe 1970 - 2000



Fuente: Índices de reformas estructurales en América Latina y el Caribe 1970 - 2000 (CEPAL, 2004)

El paquete de medidas impulsadas por la región con especificaciones particulares pero con el mismo espíritu pro mercado tuvo a la disciplina fiscal y la seguridad jurídica como principios rectores e incluyó la privatización de deficitarias empresas estatales, la desregulación y fomento de la competencia, el redireccionamiento del gasto público, profundas reformas tributarias, la apertura de la cuenta capital como pilares de la nueva perspectiva. La apertura al mundo externo dio lugar a una fase receptora de flujos de capitales inédita, con una fuerte participación de la inversión extranjera directa (“IED”) y flujos privados. Los USD 485.514 millones de flujos netos agregados que ingresaron entre 1970 y 1981 se convirtieron, en el período 1990-1998, en USD 1.825.426 millones, casi cuatro veces por encima de lo registrado en la mencionada fase expansiva.



A mediados de la década del 90', comenzaron a vislumbrarse los primeros desarreglos de tan vertiginoso crecimiento. Con el devenir de las crisis subsiguientes, los gobiernos emergentes comprendieron las consecuencias de haber ignorado las prematuras alarmas encendidas por la crisis mexicana en 1994. A pesar de que la interrupción del influjo de capitales a la región no logró manifestarse con dramatismo ni prolongarse en el tiempo, los riesgos del contagio provocados por los entramados de la interconexión, comenzaban a evidenciarse.

En 1993, luego de reformas estructurales y un exitoso programa de estabilización, ingresaron a México más de USD 3.000 millones de capital externo. No obstante, la euforia de los inversores extranjeros comenzó a erosionarse ante el creciente déficit fiscal que se acercó, en dicho período, al 8% de su PBI. Las dudas respecto de la sustentabilidad de la deuda comenzaban a inquietar a los acreedores foráneos. La inestabilidad de un contexto político convulsionado por el asesinato de Donaldo Colosio, las sospechas de corrupción y las revueltas campesinas propició una fuga en manada de capitales que ni tasas del 75% pudieron remediar.

Las recurrentes pérdidas de reservas acorralaron a un gobierno ya sin herramientas de defensa. Una brutal devaluación era inminente. Con ella, la inflación se disparó, el nivel tasas de interés se elevó y los servicios de deuda, tanto en moneda local como externa, aumentaron considerablemente. El colapso en la actividad económica se acentuó en 1995, año en el que su PBI cayó un 7% y su producción industrial un 15%.

Una vez resquebrajada la confianza, al gobierno le deparó el angustioso retiro hacia a un impotente atestiguar de las profecías autocumplidas del mercado que, ensimismado en su comportamiento gregario, descubría las extraordinarias dimensiones de su pánico.

Las perspectivas que había depositado la comunidad de inversores sobre los mercados latinoamericanos se nublaron por el denominado efecto tequila. El pánico epidémico lejos de circunscribirse a la realidad mexicana se hizo sentir en otras economías emergentes, incluso aisladas comercialmente de la misma, o sin lazos profundos, como fue el caso de Argentina. Las dudas se instalaron principalmente en torno a la sostenibilidad del plan de convertibilidad. La salud del sistema financiero se vio afectada por la suba del riesgo país,

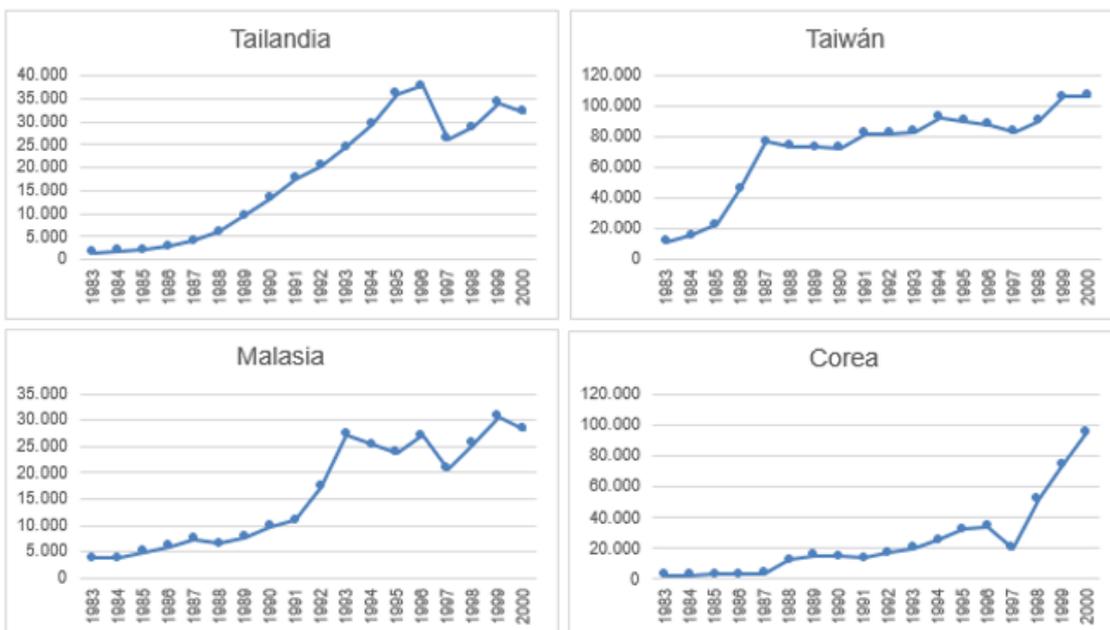
la caída en la cotización de los títulos valores y la reversión de los flujos de capital, llegando a incidir, en última instancia, en la solvencia y liquidez del sector bancario.

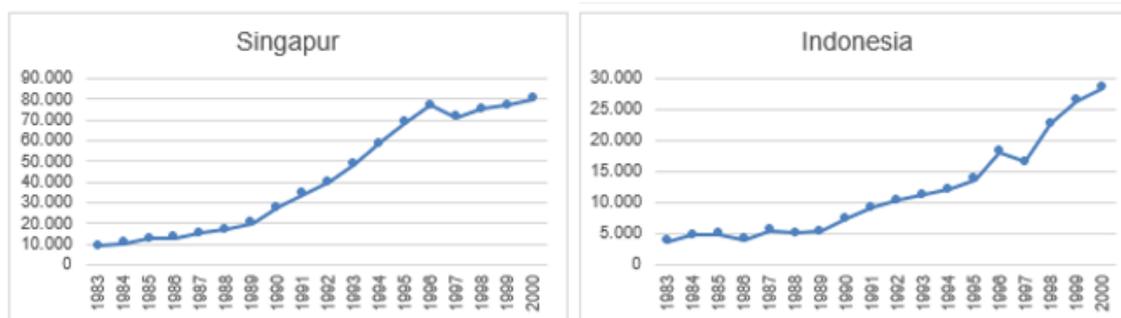
Tanto México como Argentina fueron auxiliados por fondos provenientes de distintos organismos internacionales de crédito que, si bien no lograron impedir la recesión económica en ambos países, sí pudieron restituir la confianza necesaria para la estabilización y recuperación. No obstante, la globalización y profundización financiera continuaba su rumbo. La crisis asiática esperaba a la vuelta de la esquina.

El sudeste asiático, impulsado por las reformas impulsadas pro mercado, una saludable macroeconomía y el desarrollo industrial de los últimos años fomentado por la inversión en infraestructura y tecnología que implicó la instalación de numerosas empresas japonesas y estadounidenses que buscaban recuperar sus márgenes de utilidad, se convirtió en otro de los destinos emergentes más apetecibles para los flujos de capital.

La región recibió entre 1989 y 1992 más de 140.000 millones de dólares. Los ingresos de capital fueron neutralizados, principalmente, por políticas de acumulación de reservas por parte de los bancos centrales tal como puede apreciarse en el gráfico n° 16:

Gráfico n° 16: Países asiáticos. Reservas totales menos oro, 1983 - 2000
(en miles de millones de dólares)





Fuente: elaboración propia con información del Fondo Monetario Internacional, International financial statistics.

La intervención de las autoridades monetarias fomentó un fuerte crecimiento del crédito al expandirse la base monetaria y una considerable ola de inversiones que no sólo se llegó para financiar proyectos reales sino también con fines especulativos. El boom crediticio acabó formando una peligrosa burbuja sostenida sobre la base de expectativas desmedidas.

La canalización de parte del crédito hacia el financiamiento de importaciones, la devaluación del yen japonés y la pérdida de competitividad que ocasionó la suba de los salarios de una economía pujante en sus exportaciones alimentaron un déficit comercial que comenzaba a inquietar. Las alarmas se activaron al observarse valores del déficit comercial tanto en Tailandia como en Malasia valores cercanos al 7% y 8%. Las dudas iniciales se infiltraron en la confianza de la comunidad de inversores y el suministro del crédito externo se redujo drásticamente en poco tiempo. El banco central tailandés intentó preservar el valor de la moneda deshaciéndose de las reservas acumuladas pero la rueda era ya imposible de detener. Los valores bursátiles comenzaron a desinflarse y las expectativas de una inminente devaluación dieron lugar a ataques especulativos sobre la moneda que aceleraron la caída. La liberalización de los flujos de capital con un tipo de cambio fijo se hizo insostenible.

El 2 de julio de 1997 el gobierno de Tailandia decidió abandonar la paridad fija, luego de que el baht haya cotizado durante casi diez años a 25 por dólar, para dejar fluctuar a la moneda libre. Al final del día, su valor se desplomó aproximadamente un 25%.

Esta brutal devaluación y las elevadas tasas de interés que intentaron inútilmente detener la huida de capital pusieron en cesación de pagos a numerosas empresas que se vieron sin salida. El círculo vicioso iniciado por la pérdida de confianza acabó con el colapso financiero



y económico de un país que, a pesar de ciertos errores, había cumplido con sus deberes en los términos de la teoría económica del momento: ahorro, inversión y reformas.

La fuga de capitales no se circunscribió a Tailandia, sino que se extendió al resto de la región, acabando el milagro asiático en una profunda y dolorosa recesión.

Un caso aparte, por su historia y contexto, fue Rusia. Con la caída del muro de Berlín, la economía rusa inició un período de transición inaudito en la historia del capitalismo. Sus instituciones, leyes y economía debieron refundarse luego de la derrota del comunismo. Un camino para nada sencillo que demandaba la instauración de nuevas pautas de integración y apertura, luego de décadas de aislamiento, para subirse al irreversible mundo de la globalización.

Las reformas económicas fueron quizás unas de las más dificultosas. Una economía cimentada sobre la base de decisiones centralizadas, planificadas, se vio abruptamente inmersa en un esquema capitalista que requería otras formas de asignación de los recursos. Los cambios ameritaban una auténtica revolución de mercado: estabilización económica, liberalización de precios y privatizaciones.

En dicho camino y con el apoyo del FMI se encontraba la economía rusa cuando, en julio de 1998, recibió el golpe de factores externos que significaron mucho para sus vulnerabilidades internas. La caída de los precios del petróleo, principal industria de la producción interna y fuente de ingresos fiscales, conjugada con la fuga de capitales que ocasionó el contagio de la tormenta asiática desestabilizaron financieramente al gobierno que declaró la moratoria de pagos del gobierno y ocasionaron una fuerte devaluación del rublo.

La crisis asiática había despertado alarmas de la comunidad de inversores internacional que reestructuraron sus carteras de inversión sobre una nueva perspectiva del riesgo que conllevaban las colocaciones en emergentes. En dicho marco, la persistencia de la corrupción en burocráticas instituciones que no lograban garantizar reglas de juego claras y derechos de propiedad definidos, la fragilidad del sistema bancario y los desequilibrios fiscales fueron interpretadas con nerviosismo. Las salidas de capital empeoraron la situación financiera del gobierno que se vio imposibilitado de cumplir con sus compromisos, reforzando la crisis de confianza y el colapso cambiario.



Podríamos asimismo mencionar otras crisis emergentes donde los flujos de capital han sido protagonistas decisivos de la desestabilización como la brasileña en enero de 1999 o la argentina en diciembre de 2001. También otras más recientes, como la que atravesó el gobierno de Macri en 2018 con una crisis cambiaria que acabó con la devaluación de su moneda en un 100% y la mayor asistencia financiera de la historia del FMI en junio de dicho año, que superó los 50.000 millones de dólares. A pesar de las particularidades macroeconómicas, idiosincráticas y coyunturales de cada una, pueden identificarse ingredientes comunes que interactúan en el desenvolvimiento de una dinámica dialéctica clara, definida por una fase inicial afluencia de capitales y otra posterior con su abrupta y congregada salida. Profundizaremos en el siguiente capítulo sobre dicha dinámica.



Capítulo III

Mecánica y engranajes

“Casas enfiladas, casas enfiladas,
casas enfiladas.
Cuadrados, cuadrados, cuadrados.
Casas enfiladas.
Las gentes ya tienen el alma cuadrada,
ideas en fila
y ángulo en la espalda.
Yo mismo he vertido ayer una lágrima,
Dios mío, cuadrada” (Alfonsina Storni, *Cuadrados
y ángulos*).

Luego de habernos detenido en el comportamiento e implicancias de los flujos de capital, dentro del gran marco que ha propiciado el proceso de la profundización y globalización financiera internacional, procederemos a estudiar determinados rasgos de su dinamismo que han sido cruciales en el incremento de episodios de crisis que ha traído consigo el mencionado proceso.

Comenzaremos definiendo las fases de auge y contracción características de su desenvolvimiento, identificando ciertos fenómenos frecuentes de dichas fases conocidos en la literatura financiera como “sudden stop”, “fly to quality” y “original sin”. A partir de allí, analizaremos el papel que desempeñan las expectativas en la dirección de su movilidad.



Fases de la dialéctica

Tal como se aprecia en el gráfico n°14 y como hemos observado en los episodios de crisis recorridos en el capítulo II, los flujos de capital, principalmente hacia economías emergentes o subdesarrolladas, se caracterizaron por tener fases claramente definidas de auge y contracción en las que se definen las condiciones de financiamiento y acceso al crédito vigentes.

La etapa inicial, de afluencia masiva de los flujos de capital, se caracteriza por la inyección de combustible que representa para una economía la incipiente ampliación del crédito disponible, el incremento de los niveles de consumo o inversión y el consecuente impulso para el empleo y la actividad económica.

En el marco de la llegada de capitales, la política cambiaria del banco central desempeña un papel decisivo. Dentro del abanico de posibilidades que baraja la autoridad monetaria a la hora de gestionar la recepción, se destacan tres ejes de política monetaria: a un lado de los extremos, el compromiso con un tipo de cambio fijo que implicará la absorción del exceso de oferta de divisas mediante intervenciones activas, el incremento de los encajes bancarios como vía intermedia anclada en el afán de amortiguar el impacto de los fondos sobre el mercado cambiario y, al otro lado de los extremos, la libertad para dejar que el valor de la moneda local se aprecie lo suficiente para equilibrar la oferta y la demanda de divisas. Cada una de las maniobras que decida emplear la entidad monetaria tendrá límites y efectos colaterales de distintas amplitudes.

La intromisión activa del banco central en el mercado cambiario puede instrumentarse mediante intervenciones esterilizadas o no, en función de los objetivos de control que tenga sobre los agregados de liquidez. Una intervención esterilizada tiene como límites el costo fiscal de la intervención y la potencial suba de las tasas internas que motivaría el ingreso de mayor volumen de flujos de capital. La intervención no esterilizada, por su parte, podría atentar contra los programas de estabilización o control de la base monetaria y sembrar dudas en torno a las metas inflacionarias predeterminadas o anunciadas. El incremento de los encajes bancarios, por lo general, resulta eficaz en el muy corto plazo pero tiene incentivos no deseados con el tiempo, como por ejemplo el fomento de la desintermediación o la



desbancarización del crédito, razón por la cual no es un instrumento muy sofisticado para su uso continuo. La tercera opción, dejar que el exceso de oferta inicial se equilibre mediante la apreciación del tipo de cambio real, ocasionaría una pérdida de competitividad de los sectores exportadores que empeoraría los términos de la balanza comercial a la vez que diseminaría sobre la economía una mayor volatilidad cambiaria. Por sus efectos directos sobre variables fundamentales de la economía real como el tipo de cambio, la tasa de interés o inflación, y el desmedido potencial disruptivo de su llegada, la estrategia de gestión de los fondos se ha transformado en las economías del siglo XX en una decisión de política económica central; revistiendo vital importancia en las agendas de países emergentes o subdesarrollados.

El papel del crédito representa uno de los peligros más significativos en el marco del ingreso de capitales. En primera instancia, la intermediación bancaria puede fallar si la naturaleza de afluencia, principalmente en cuanto a objetivos y persistencia, no es correctamente interpretada por las instituciones de crédito. Si el flujo de fondos que entra al país tiene fines especulativos, de corto plazo, el crédito de dichas colocaciones no podrá destinarse al financiamiento de proyectos de mediano o largo plazo. De lo contrario, el descalce de plazos ante salidas abruptas o en manada podría motivar situaciones de estrés financiero y contagios generalizados a lo largo del sistema intermediario.

En segundo término, el crecimiento del crédito que se expande junto con la incipiente llegada de capitales extranjeros podría encontrar una deficiente canalización del sector intermediario, generando una incorrecta asignación de los recursos que incluya el financiamiento de proyectos por demás riesgosos. Así, el riesgo de crédito de la economía se incrementa hasta superar los umbrales de una intermediación saludable.

Por último, si el exceso de confianza se propaga exuberante entre los agentes económicos, el boom crediticio se torna capaz de impulsar la formación de una burbuja irreal en las cotizaciones bursátiles, reales y en los salarios.

La afluencia inicial de capitales, como puede apreciarse, trae consigo elementos desequilibrantes independientemente de la respuesta que adopte el gobierno e incluso del cumplimiento de sus deberes como pueden ser su disciplina fiscal o el equilibrio externo. Representa un punto de inflexión del status quo que, dependiendo del origen de los fondos,



la estabilidad y destino de los mismos, repercutirá en distintas esferas de la macroeconomía receptora.

Si bien la exacerbación del optimismo impulsa en el corto plazo el consumo y la inversión, puede fogonear una ilusión colectiva desmedida que acabe en un sobrecalentamiento de la economía con un paulatino atraso cambiario, presiones inflacionarias y un peligroso incremento del riesgo crediticio.

La fase recesiva, por su parte, comienza con la infiltración de una perturbación que despierta inquietudes respecto a la sustentabilidad de la senda emprendida. Resquebrajamiento inicial que, una vez instalado, asume la sintomatología contagiosa del pánico para extenderse al resto de los inversores mediante mecanismos de defensa espiralados que refuerzan la marcha retroalimentándose a sí mismo. El rumor original cobra en el contagio y los comportamientos en manada de los agentes económicos la fuerza de una profecía autocumplida.

El quiebre en las expectativas es un momento crucial de la dinámica de los flujos de capital. La rapidez con la que puede materializarse el desmoronamiento de la confianza convierte a la fase recesiva en un espectáculo fascinante de las finanzas contemporáneas. La ausencia de barreras en la movilidad de capitales, la integración transfronteriza de la economía mundial y la rapidez con la que fluye la información convergen con plenitud en un fenómeno que conserva un potencial destructivo único por su inmediatez y magnitud.

La interrupción de las afluencias, el racionamiento del crédito y la fuga de capitales son respuestas automáticas, cuasi instintivas, del mercado. La inversión se paraliza, el consumo cae y el horizonte recesivo comienza a instalarse con firmeza. En función de las respuestas de la política económica y de las particularidades que presenten los indicadores macroeconómicos más sensibles puede desatarse una crisis cambiaria, bancaria o financiera; o incluso manifestarse de forma conjunta, concurriendo más de un tipo de crisis a la vez.

Así, por ejemplo, un episodio de interrupción súbita de afluencias, o “sudden stop”, conjugado con salida en manada de capitales asustadizos, o “fly to quality”, en el marco de un régimen cambiario libre, ocasionaría una abrupta devaluación. Si se trata de una economía con niveles importantes de dolarización, como muchas de las emergentes que no encuentran liquidez en los mercados sino mediante la colocación de títulos nominados en moneda extranjera, la devaluación repercutirá inmediatamente sobre las hojas de balance de deudores



con pasivos mantenidos en moneda extranjera, situación que la literatura ha bautizado como pecado original u “original sin”. Las quiebras masivas agudizarán la crisis financiera y podrían incluso poner en aprietos a la red de seguridad bancaria. Asimismo, la devaluación generará una fuerte presión sobre los precios alimentando las expectativas inflacionarias y subsiguientes presiones sobre el tipo de cambio.

En un régimen cambiario donde la autoridad monetaria se encuentre comprometida con una paridad fija, el exceso de demanda de divisas será absorbido con reservas del banco central. No obstante, si la corrida cambiaria subsiste a pesar de la intervención, el sostenimiento del tipo de cambio podría demandar esfuerzos ingentes ocasionando una pérdida considerable en el nivel de reservas que dejaría a la entidad bancaria en una situación de debilitamiento extremo. Ante esta circunstancia, el gobierno podría intentar retener los fondos que huyen elevando los tipos de interés de la economía; medida que provocaría el encarecimiento del crédito, la consecuente agudización del freno en la inversión y profundización de la etapa recesiva.

En ambos esquemas cambiarios, la presencia de inversores especulativos podría generar una mayor inestabilidad. Una vez que el mercado ha descontado sus expectativas devaluatorias, el rol de los flujos especulativos disemina sobre las relaciones macroeconómicas una serie de desequilibrios difíciles de administrar. La percepción de inminentes devaluaciones, una vez generalizada, sólo necesita tiempo para consumarse. Y en nuestros días, cada vez menos tiempo.

Expectativas

Las expectativas desempeñan un rol fundamental tanto en la etapa inicial de auge como en la fuga de capitales. Son en gran parte responsables del arribo de flujos de capital a economías que lucen atractivas por sus propias fortalezas o por coyunturas ajenas, como así también determinantes en el momento de la salida. Es por ello que su estudio y comprensión se ha convertido, en la agenda de los encargados de la política económica, en un aspecto central a la hora de entender cómo se movilizan los flujos de capital dentro del proceso de globalización y profundización financiero en el cual se hayan inmersos.



Ya Keynes (2014), en el capítulo XII de su Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, se ha dedicado al análisis de las expectativas. Afirmaba allí que “las consideraciones en que se basan las expectativas sobre los rendimientos probables son, por una parte, los hechos que podemos dar por conocidos con más o menos certeza y, por otra, los acontecimientos futuros que sólo pueden preverse con relativa seguridad” (p. 157). Dentro de este segundo grupo de consideraciones entran en juego “expectativas psicológicas” que acaban por configurar las “convenciones” que el mercado realiza, comunica y actualiza periódicamente.

Si bien el avance de las TIC’s el impresionante registro historiográfico de cotizaciones bursátiles han logrado perfeccionar el armado de estimaciones ponderadas, una importante dosis de incertidumbre, aunque escenificable bajo determinados supuestos e hipótesis, seguirá escapando a la exactitud del cálculo matemático. Con el foco puesto en dicho resabio, afirmaba el economista británico:

“Los hechos propios de la situación presente entran, desproporcionadamente en cierto sentido, en la formación de nuestras expectativas a largo plazo, siendo nuestra costumbre fijarnos en la situación actual para proyectarla en el futuro. El estado de expectativa a largo plazo que sirve de base a nuestras decisiones depende, por tanto, no sólo de los pronósticos más probables que podamos realizar, sino también de la confianza con que hagamos la previsión”. (p. 158)

Este rol preponderante de las expectativas, de la confianza que se depositen en los pronósticos descontados, explican cómo “las fluctuaciones diarias de las ganancias de las inversiones existentes, que son a todas luces de carácter efímero y poco importante, tienden en conjunto a tener una influencia excesiva y aun absurda sobre el mercado” (p. 162). Así, hemos visto cómo economías con políticas económicas y hojas de balance saludables, con solvencia externa, disciplina fiscal e institucionalidad previsible, han sufrido la interrupción súbita del financiamiento externo por temores contagiados o profecías autocumplidas de la comunidad de inversores que acaban precipitando el colapso sin vínculos concretos con la realidad macroeconómica en cuestión; o economías que han recibido un castigo desmedido a la luz de los desequilibrios que se les han subrayado. El predominio de las afecciones sentimentales de corto plazo, por su parte, puede cotejarse en la inundación cotidiana de primeras planas, editoriales y contenidos de los medios de comunicación referidas al humor



de los mercados. Así, el presente exacerbado en la palabra comunicada ha cobrado una relevancia desmedida en el complejo proceso de formación de las expectativas diseminando una gran fuente de inestabilidad a lo largo del sistema.

Calvo (1999), más cercano a nuestros días, retoma las hipótesis vislumbradas por Keynes, agregando ingredientes adicionales de suma importancia a la hora de seguir ahondando en el proceso mencionado:

“El mercado de capitales opera con base en información muy limitada. (...) porque no es viable que todos los agentes tengan información sobre todos los países o firmas en las que invierten. Ello conlleva que la mayoría de los inversores no sepan bien de qué se trata aquello en lo cual invierten. Más bien, siguen de cerca las recomendaciones de aquellos que sí saben, y los que sí saben son muy pocos. Alternativamente, los que no saben siguen los precios de mercado, aspecto bien interesante, que merece ser enfatizado. El mercado de valores es una especie de fábrica que, entre otras cosas, provee información. Un ejemplo es el riesgo país -la diferencia entre la tasa de interés que, por ejemplo, paga por un bono el gobierno de un país y la tasa de interés que paga Estados Unidos por un bono similar-. Esos números, que cualquier persona puede leer, están disponibles en internet minuto a minuto, y nos dan información acerca de lo que piensa el inversor promedio acerca de cualquier país. Así, existe la información directa que obtiene la persona no experta de parte del experto, y la información indirecta que se obtiene a través del mercado de valores, jugando un papel prominente el llamado riesgo-país”. (p. 30)

La idea del mercado como fábrica de información, como espacio de formación y convención de las expectativas, implica la consumación de una premisa fundamental de la economía de mercado como la libre formación de precios determinada por el equilibrio de las fuerzas interactuantes, en un ámbito neurálgico del capitalismo: el mercado de capitales. Lo fascinante del proceso radica en el rol preponderante que desempeña la vía “indirecta” de información. Las señales que emergen de dicha vía se encuentran sensiblemente influenciadas por factores emocionales, irracionales. El desconocimiento de los contextos particulares, la preponderancia del presente como factor temporal prioritario, las economías de escala de la información, la psicología de masas o el razonamiento manada y la imitación



del miedo urgen como factores movilizantes de decisiones volátiles y abruptas. Sobre esta línea argumentativa se posicionaba Keynes (2014) al señalar que:

“Una valoración convencional que se establece como resultado de la psicología de masa de gran número de individuos ignorantes está sujeta a modificaciones violentas debidas a un cambio violento en la opinión como consecuencia de factores que no significan gran cosa para el rendimiento probable, ya que no habrá motivos de convicción fuertemente arraigados para mantenerla con firmeza. En tiempos anormales, particularmente cuando la hipótesis de una continuación indefinida del estado actual de los negocios es menos probable que de ordinario, aun cuando no existan motivos expresos para anticipar un cambio definido, el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas, que son irrazonables y sin embargo legítimos, en cierto sentido, cuando no hay bases sólidas para un cálculo razonable”.

(p. 163)

Podemos observar cómo factores emocionales claves como la exuberancia o el entusiasmo desmedido en la fase inicial, y el pánico o nerviosismo en el quiebre recesivo, amplificadas por el contagio, el razonamiento de manada y las profecías autocumplidas, intervienen en la genealogía de la inestabilidad financiera que ha patentado el incremento de episodios de crisis en las últimas décadas, tal como puede apreciarse en los gráficos 4, 5 y 6 que vimos en el capítulo I. Factores emocionales que distan de la construcción racional del decisor económico y cuya presencia puede, desde el momento en el cual se erigen con la capacidad suficiente para determinar las condiciones de financiamiento, acarrear consecuencias muy serias para aquellas economías nacionales o regionales necesitadas de capitales extranjeros.

La estabilidad de los flujos no depende sólo de factores racionales, internos o externos, como hemos visto al analizar los pull and push factores en el capítulo II. No basta con el cumplimiento de los deberes domésticos, con el equilibrio de las cuentas nacionales. Si bien ellos participan de la formación de las expectativas, hay factores irracionales, dominados por factores emocionales, inmediatos y anclados en el cortísimo plazo, que pueden tener una incidencia decisiva en el ciclo de financiamiento y la sustentabilidad de dicha afluencia.



Capítulo IV

Vuelto sobre mis propios pasos

“El inicio es aún. No está tras de nosotros como algo ha largo tiempo acontecido, sino que está ante nosotros. El inicio, en tanto que es lo más grande, ha pasado ya de antemano por encima de todo lo venidero y, de este modo, también sobre nosotros. El inicio ha incidido ya en nuestro futuro, está ya allí como el lejano mandato de que recobremos de nuevo su grandeza”.

(Martin Heidegger, *Discurso del rectorado*).

En este capítulo, luego de haber recorrido lo inicios del proceso de globalización y profundización financiera, sus rasgos y relaciones más significativas y las consecuencias empíricas de su desenvolvimiento, intentaremos desenterrar una capa filosófica que atraviesa los distintos estadios temporales del fenómeno. Buscaremos darle visibilidad a esta última instancia que permanece oculta a los ojos de la literatura estrictamente económica, para revitalizar elementos conceptuales que guardan una enorme relación con la tradición del pensamiento occidental.

Rescatados del aparente aislamiento veremos animar un poder de diálogo inconmensurable con las grandes problemáticas de nuestra historia moderna que han configurado los márgenes y significados de nuestra racionalidad. El ejercicio de contextualizar el desarrollo reciente de las finanzas contemporáneas y su estado actual al amparo del diálogo occidental que ha definido nuestra identidad como pueblo histórico echará una luz sumamente enriquecedora sobre el análisis emprendido.



Liberalismo: contradicción funcional

Hemos visto en el capítulo I cómo en las postrimerías de la segunda guerra mundial el liberalismo, reversionado, comenzaba a cobrar un gran protagonismo en el mundo Occidental procurando dar batalla a los regímenes dirigistas y planificados de guerra, a los amenazantes vestigios del comunismo y a las intervencionistas soluciones keynesianas en boga. Su importancia fue en ascenso hasta alcanzar a finales de la década del 70' su máximo esplendor.

La Sociedad del Mont Pèlerin, fundada en 1947 por un grupo de intelectuales que buscaban rescatar del aislamiento a los pensadores liberales, cobró una enorme significancia histórica al tiempo que replicó en su propia evolución el auge del advenimiento globalizado del liberalismo mientras congregaba a los grandes guionistas del movimiento.

Las teorías que proliferaron de su interior, acerca de la concepción del Estado y su injerencia en el campo económico cobraron un gran poderío de visibilidad epocal. Así fue como Michel Foucault, uno de los filósofos más influyentes del siglo XX, utilizó el contenido publicado por la Sociedad y de sus principales representantes como núcleo neurálgico de su famoso curso “El nacimiento de la biopolítica”, dictado entre enero y abril de 1979 en el College de France.

Foucault se dedica en dichos estudios a desmembrar los principios más esenciales de la razón gubernamental liberal, el orden político económico contemporáneo. Para hacerlo, transita la evolución del liberalismo desde su formulación original a sus versiones contemporáneas, a saber: el ordoliberalismo alemán y el neoliberalismo de la Escuela de Chicago, las dos expresiones fundamentales del neoliberalismo del siglo XX.

Luego de introducir al alumnado en su plan de estudios, Foucault avanza en la definición lo que entiende por liberalismo para sentar las bases de los análisis subsiguientes, es decir, para detenerse en las expresiones contemporáneas de la tesis clásica. Lo hace resucitando una antigua historia:

“En 1751 aparece un artículo anónimo en el journal économique. En realidad, fue escrito por el marqués de Argenson, que acaba de dejar los negocios en Francia,



recordando lo que el comerciante Le Gendre a Colbert. Cuando éste le preguntó “¿qué puedo hacer por vosotros?” Le Gendre le respondió “¿qué podéis hacer por nosotros? Dejados hacer”. (...) Allí está, a su juicio, el principio esencial que todo gobierno debe respetar y seguir en materia económica. En ese momento plantea con claridad el principio de la autolimitación de la razón gubernamental. Pero ¿qué quiere decir “autolimitación de la razón gubernamental?” ¿Qué es ese nuevo tipo de racionalidad en el arte de gobernar, ese nuevo tipo de cálculo consistente en decir y hacer decir al gobierno: acepto todo eso, lo quiero, lo proyecto, calculo que no hay que tocarlo? Y bien, creo que, a grandes rasgos, es lo que llamamos Liberalismo” (Foucault, 2016, p. 38).

El afán por volver sobre las bases originales del liberalismo, lejos de resumirse en una mera curiosidad historiográfica, importaba, en dicho momento, el método para pensar los acontecimientos presentes a partir de las innovaciones del modelo clásico que habían resignificado la nueva lógica gubernamental, la tecnología liberal de gobierno. Así, la propuesta dotaba al contenido del curso de una vigencia extraordinaria.

La escuela alemana y la estadounidense, a partir de las experiencias del nazismo y el New Deal, reversionaban el principio clásico de “no gobernar demasiado” sobre la base de un estado garante de libertades, propulsor de la competencia como mecanismo eficiente de asignación de recursos y formador de precios ya que “sin los precios libres, que sólo el mercado procura, todo cálculo racional resulta imposible” (Von Mises, 1981, p. 39).

Ambas propuestas compartían la idea de un estado activo, pero con una injerencia distinta, sin intromisiones económicas planificadas ni dirigidas. En palabras de uno de los representantes de mayor renombre de la Sociedad del Mont Pèlerin, Milton Friedman (2012) “Al hacer que la autoridad política pierda el control de la actividad económica, el mercado elimina esta fuente de poder coercitivo. Hace que la fuerza económica actúe de contención del poder político y no de refuerzo” (p. 27). Resume Foucault el espíritu que aunaba a las escuelas congregadas:

“(…) la crítica planteada en nombre del liberalismo se apoya en la autoridad del peligro representada por la inevitable secuencia: intervencionismo económico, inflación de los aparatos gubernamentales, exceso de administración, burocracia,



rigidización de todos los mecanismos de poder, al mismo tiempo que generación de nuevas distorsiones económicas, inductoras de nuevas intervenciones” (Foucault, 2016, p. 365).

El camino seguido, a finales de la década del setenta y comienzo de los ochenta, como hemos visto en los capítulos precedentes, se cimentó principalmente sobre la liberalización financiera, el dinamismo de los movimientos de capitales y la desregulación de las tasas de interés; es decir, en la agudización del proceso de globalización y profundización financiera.

No obstante, hemos también cristalizado que la implosión del fenómeno financiero trajo consigo desarreglos y episodios de crisis que hicieron tambalear a economías emergentes y desarrolladas, a economías sanas y otras no tan saludables. He aquí una de las contradicciones endógenas más significativas del fenómeno financiero desarrollado al amparo de las políticas económicas liberales: la garantía de libertad, como finalidad de la política económica en el marco de la globalización y profundización financiera escenificada, alimentó la dinámica de los flujos y, con ella, situaciones de crisis que atentaron, una y otra vez, contra su propia sustentabilidad.

Y lo que resulta más paradójico aun es que los elementos movilizantes que intervinieron en la desestabilización del estado, y en el incremento de las crisis financieras, fueron también ingredientes constitutivos del estado moderno: el miedo y el interés.

Liberalismo: contradicción conceptual

El viraje epistemológico de la nueva razón gubernamental que estudia Foucault no sólo actualizó premisas del liberalismo clásico, sino que también redefinió conceptos fundantes del estado moderno. La seguridad jurídica y el interés económico como objetivos basales de la nueva lógica gubernamental no urgen como concepciones originales, sin tradiciones previas, sino que se encuentran en diálogo con nociones precedentes que fueron de suma importancia en la gestación misma del estado moderno.

Para revitalizar los vínculos de dichas innovaciones debemos remontarnos a los orígenes del estado moderno y a quien fuera su gran guionista: Tomas Hobbes.



La modernidad que irrumpe con el *egocogito* cartesiano implica un quiebre radical con la cosmovisión del hombre medieval a partir de su revulsivo giro ontológico. El sujeto moderno, desterrando los fundamentos teológicos, llegaba al mundo para tender nuevos vínculos con lo ente, con el otro y la naturaleza; decidiendo racionalmente posicionarse como centro del universo y hacedor de la historia.

Así, las dos criaturas fundamentales del antropocentrismo, principalmente europeo, fueron desde el plano político la creación del estado moderno y desde el ámbito del conocimiento la irrupción de la ciencia con su método y forma de abordar el mundo.

Thomas Hobbes con su Leviatán fue quien dio letra y sentido al incipiente estado. Fiel a los vientos epocales que comenzaron con los estudios de Galileo, Hobbes llega “matemáticamente” al descubrimiento del nuevo orden social. El estado es el resultado de una física mecanicista que nace en las precarias condiciones en las que yace el hombre sin un poder común. Este hombre previo, consciente de que en su estado de naturaleza vive en una guerra permanente de todos contra todos donde no hay derecho ni justicia, ni tampoco propiedad, ni dominio, decide voluntariamente ceder parte de su libertad con miras a garantizar la seguridad de las libertades que conserva. El estado no es un cuerpo natural sino una construcción artificial, una producción humana de un movimiento mecánico derivado del cálculo físico. En palabras del propio autor:

“La naturaleza (Arte con el cual Dios ha hecho y gobierna el mundo) es imitada por el Arte del hombre en muchas cosas (...) imitando la obra más racional y excelente de la Naturaleza que es el hombre. Pues mediante el Arte se crea ese gran Leviatán que se llama una república o Estado (Civitas en latín), y que no es sino un hombre artificial, aunque de estatura y fuerza superiores a las del natural, para cuya protección y defensa fue pensado” (Hobbes, 2004, p. 39).

Puede verse cómo a partir de Hobbes el cálculo y el interés solucionan pragmáticamente, mediante el pacto de los súbditos, el asedio del miedo imbricado en el precario estado de naturaleza.

Ahora bien, tanto en los movilizantes de los flujos de capital denominados “pull and push factors” como en las dinámicas particulares de “sudden stop” o “fly to quality” que suelen irrumpir junto a su despliegue, pueden identificarse, resignificados y actualizados en tono



con su época, estos mismos factores cruciales en la constitución del estado moderno: el miedo y el interés. Ambos conceptos se han resignificado junto al fenómeno financiero, transformándose la seguridad en seguridad jurídica y el interés en interés económico. Conceptos básicos en el diccionario del agente racional que toman fuerza en la caracterización de su proceso de toma de decisiones y desarrollo de expectativas.

En la dinámica de los flujos de capital tanto el miedo como el interés desempeñan un rol protagónico. El miedo resulta una fuerza movilizante determinante en los inicios de una reversión súbita o en un episodio de “fly to quality”, en la propagación de comportamientos defensivos que agudizan una corrida financiera o cambiaria y, por ende, en la potencialidad destructiva de los movimientos. El miedo que en Hobbes, como pasión política, era el origen del estado garante de la seguridad, economizado bajo el esquema de decisión del agente racional que intenta con su respuesta maximizar el propio interés, atenta contra su sustentabilidad, debilitándolo. Ya ha quedado evidenciado en capítulos anteriores cómo un estado en crisis, con dificultades financieras, sin acceso al crédito ni inversión, con presiones devaluatorias e inflacionarias, es un estado que asiste al desmoronamiento institucional sobre el que ha cimentado su contrato original. Hemos aquí ante otra contradicción esencial del estado moderno liberal: en su origen estriba también su debilitamiento; los mismos movilizantes, en esquemas conceptuales resignificados, se vuelven sobre sus propios pasos.



Capítulo V

Conclusiones

“En aquel preciso momento el hombre se dijo:
Qué no daría yo por la dicha
de estar a tu lado en Islandia
bajo el gran día inmóvil
y de compartir el ahora
como se comparte la música
o el sabor de una fruta.
En aquel preciso momento
el hombre estaba junto a ella en Islandia”.
(Jorge Luis Borges, *Nostalgia del presente*).

Vivimos en un mundo complejo e irreversible. Un mundo, desde el punto de vista de los flujos de capital, decididamente interconectado, único. Un mundo que ha definido sus patrones de integración mediante el desarrollo implosivo y fenomenal de la industria financiera que ha alcanzado, sobre los cimientos de la institucionalización y de la mano del impulso de los avances tecnológicos de nuestra era, una dimensión monstruosa y una velocidad voraz, instantánea. La profundización y globalización del mercado financiero se ha convertido, sin lugar a duda, en uno de los grandes hitos de la historia del capitalismo a partir del cual se ha cristalizado la consumación de su esencia: capital y libertad. No obstante, dicho fenómeno se ha transformado, también, en una amenaza latente para la estabilidad del orden económico actual.

Al igual que el mago que ha evocado potencias infernales que no sabe dominar, la lógica financiera inaugurada e institucionalizada en la postguerra, cuyo andamiaje se ha cimentado en la apertura de la cuenta capital y la desregulación de los flujos de capital, ha diseminado



una gran inestabilidad y volatilidad sobre la economía mundial que se ha atestiguado el doloroso incremento de episodio de crisis acontecido desde la puesta en marcha del fenómeno indicado.

La hipertrofia de su sobredimensionamiento, y la velocidad potencial de sus despliegues han engendrado, en el marco de las implicancias macroeconómicas que acarrear sus movimientos y a la luz de los rasgos contradictorios e irracionales asociados a la lógica comportamental que guían su dinámica esencial, una capacidad desestabilizadora inconmensurable, devastadora.

Tan disruptivo ha sido su acontecer, tan vertiginoso y fascinante su despliegue y tan hondas las implicancias macroeconómicas de su dinámica que repercuten sobre variables cambiarias, monetarias, financieras, que con incrementada frecuencia la comunidad financiera internacional se ha visto, a lo largo de las últimas décadas, engegueda en medio de una vorágine que lejos de agotarse se ha reinventado en cada crisis para encontrar nuevas fuentes de impulso y vitalidad, agudizando insaciablemente su obstinada marcha.

Así, hemos visto mediante el recorrido de experiencias historiográficas y el análisis conceptual que se desprende de su estudio, cómo la irracionalidad de los mercados financieros se explica fundamentalmente a partir de la lógica de formación y derrumbe de las expectativas, centro neurálgico sobre el que descansan las decisiones de direccionamiento de los flujos. Dicha lógica, signada por emociones inestables, pasionales, como el miedo, el contagio colectivo, razonamientos en manada, información incompleta, es quien, en última instancia, determina las condiciones de financiamiento y el acceso al crédito de los diferentes países y regiones integradas en la univocidad de un mundo globalizado. Las usinas financieras, los grandes centros bursátiles, generan y organizan recursos -a falta de un activo o derivados, los inventa- que las economías, en mayor o menor medida, con preeminencia pública o privada, pero sin excepciones, necesitan; bajo condiciones que, como hemos visto, podrán escenificar situaciones de liquidez cambiantes, contradictorias, alternando ciclos de abundancia o dramatismo.

Muchas premisas teóricas sobre las cuales se anclaba su fomento y desarrollo original auguraban beneficios de diversa índole que, sin embargo, no siempre han podido verificarse acabadamente en el plano práctico que nos ha dejado la evidencia empírica de apertura y



desregulación financiera, con especial decepciones en las experiencias de economías emergentes, subdesarrolladas. En el camino, hemos constatado cómo se han incrementado los episodios de crisis, acumulado desequilibrios y esparciendo una significativa dosis de inestabilidad, volatilidad y riesgo sistémico a lo largo del planeta.

La latencia del peligro que acecha la precaria estabilidad del modelo reclama, con urgencia, nuestro pensar congregado, renovado, para desarrollar instrumentos oportunos que permitan hacer frente a situaciones de desequilibrio o inestabilidad. Las estrategias de cooperación internacional y de alianzas para el desarrollo sostenible capaces de promover y reforzar mecanismos de administración de los flujos de capitales alineados con las perspectivas de económicas de largo plazo y eficaces en el corto plazo, urgen como oportunidades inexploradas por desarrollar en agendas comunes de autoridades económicas transnacionales.

Concluiremos acudiendo a quien quizás haya sido el pensador más importante del siglo XX que hemos examinado, Martin Heidegger. Al final de su maravillosa Introducción a la metafísica, retoma antiguos versos de Hölderlin para alertar el indigente destino de Occidente que desde el olvido del “tiempo justo” no hace más que habitar el mundo de las “habladurías” devorado por el vacío de la inmediatez:

“Porque odia
el dios que medita
el crecimiento intempestivo”
(Martin Heidegger, 2003, p. 186)



Referencias bibliográficas

Banco Interamericano de Desarrollo (2007). *Vivir con deuda: cómo contener los riesgos del endeudamiento público, Informe del Progreso Económico y Social de América Latina*. Washington, DC.

Banco de España (2017). *Hacia una gestión eficiente de los flujos de capitales*.

Recuperado de

<https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/ArticulosAnaliticos/2017/T1/fich/beaa1701-art4.pdf>.

Banco Mundial (1997). *The road to financial integration: private capital flows to developing countries*. Washington DC.

_____ (2000). *Global economic prospects and the developing countries 2000*. Washington DC.

_____ (2004). *Global Development Finance*, [CD-ROM].

_____ (2006). *Global Development Finance*, [CD-ROM].

_____ (2016). *Poverty and shared prosperity 2016*. Washington DC.

Bordo, M. y Landon-Lane, J. (Agosto de 2010). The Global Financial Crisis: Is It Unprecedented?. En Oh-Seok Hyun (Presidencia), *Global Economic Crisis: Impacts, Transmission, and Recovery*. Congreso llevado a cabo en East-West Center and the Korea Development Institute, Honolulu, Hawaii.

Bruno, V. y H. S. Shin (2015). Capital Flows and the Risk-taking Channel of Monetary Policy, *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, pp. 119-132.

Calvo, G. (1998). *Capital flows and capital-market crisis: the simple economics of sudden stops*. *Journal of Applied Economics*.



Calvo, G., A. Izquierdo y L. Mejía. (2004). *On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects*. NBER Working Paper 10520. Cambridge, United States: National Bureau of Economic Research.

Calvo, G. y Talvi, E. (2006). *The Resolution of Global Imbalances: Soft Landing in the North, Sudden Stop in Emerging Markets?*. Journal of Policy Modeling, 28, págs. 605-613.

CEPAL (2001). *Una década de luces y sombras: América Latina y El Caribe en los años noventa*. Bogotá: CEPAL-Alfaomega.

_____ (2002). *Globalización y Desarrollo*. Santiago de Chile: Cepal.

_____ (2007). *Anuario Estadístico de América Latina y El Caribe 2006*. Santiago de Chile: Naciones Unidas.

Cerutti, E., S. Claessens y D. Puy (2015). *Push factors and capital flows to emerging markets: why knowing your lender matters more than fundamentals*, IMF Working Paper, n.º 15/127, junio.

Committee on the global financial system (2009). *Capital Flows and Emerging Market Economies*, CGFS Papers, n.º 33.

Cosentino, A., Isasa, M., Carreras Mayer. P., De Achaval, F., Coretti, M. y Dall'ó, F. (2017). *Crisis y reestructuración de deuda soberana*. Buenos Aires: Eudeba.

Feenstra R. y Taylor A. (2012). *Macroeconomía internacional*. Barcelona: Reverté.

FMI. (1993). *International capital markets*, Washington DC.

_____ (1994). *International capital markets*, Washington DC.

_____ (1995). *International capital markets*, Washington DC.

_____ (2011). *Convenio Constitutivo*, Washington DC.

_____ (2016). *Capital Flows-Review of Experience with the Institutional View*, noviembre.

Foucault, M. (2016). *Nacimiento de la biopolítica*. Buenos Aires: Fondo de cultura económica.



- Fratzscher, M. (2012). *Capital flows, push versus pull factors and the global financial crisis*, Journal of International Economics, vol. 88, n.º 2, pp. 341-356.
- Friedman, M. (2012). *Capitalismo y libertad*. Madrid: Fundación ICO.
- Furceri, D. y P. Loungani (2015). *Capital Account Liberalization and Inequality*, IMF Working Paper, n.º 15/243, noviembre.
- Guillén Romo, H. (2018). Los orígenes del neoliberalismo: del Coloquio Lippmann a la Sociedad del Mont-Pelerin. *ECONOMIAunam* vol. 15, num. 43, enero-abril 2018.
- Hobbes, T. (2004). *Leviatán*. Buenos Aires: Losada.
- Hobsbawm, E. (2012). *Historia del siglo XX*. Buenos Aires: Crítica.
- Izquierdo, A. y Talvi, E. (2007). *Business Cycles in Latin America: The Role of External Factors*. Manuscript, Inter-American Development Bank.
- Keynes, J. M. (2014). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Buenos Aires: Fondo de cultura económica.
- Krugman, P. (1999). *De vuelta a la economía de la gran depresión*. Buenos Aires: Norma.
- _____ (2004). *El gran resquebrajamiento*. Buenos Aires: Norma.
- McKinsey Global Institute. (2017). *The new dynamics of financial globalization*, Washington DC.
- _____ (1993). *Financial globalization: Retreat or reset?*, Washington DC.
- Samuelson, P. (2008). Adiós al capitalismo de Friedman y Hayek. *El país*. Recuperado de: https://elpais.com/diario/2008/10/26/negocio/1225026869_850215.html.
- Stiglitz, J. E. (2002). *El malestar en la globalización*. Buenos Aires: Taurus.
- Von Mises, L. (1981). *Seis lecciones sobre el capitalismo*. Madrid: Unión Editorial.