

EL CICLO DE AUGE Y CRISIS FINANCIERAS: HACIA UNA NUEVA REGULACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Eugenia CORREA*

SUMARIO: I. *Introducción*. II. *Transformaciones financieras en los mercados desregulados*. III. *Inversión y comercio globales ¿?* IV. *México: deuda y crisis financieras*. V. *Crisis y reforma financiera*. VI. *Regulación de los flujos de capital: una agenda de cooperación monetaria y financiera*. VII. *Un control social sobre la creación de liquidez internacional con patrones monetarios nacionales limitados*. VIII. *Bibliografía*.

I. INTRODUCCIÓN

El déficit fiscal de Estados Unidos y el endeudamiento estatal de las mayores economías han sido las fuentes principales de provisión de la liquidez internacional que, a través de los bancos, prosigue un proceso de multiplicación que ha llevado al crecimiento exponencial de activos y pasivos financieros por todo el mundo.¹

Así, encontramos en los mercados financieros una rápida expansión de activos financieros en la búsqueda de rendimientos, de expectativas de rendimientos y en franca apropiación de diversos activos financieros y no financieros capaces de generarlos. Muy pronto, las economías por todo el mundo entran en la dinámica de convertir diversos activos en instrumentos financieros de distinta índole.²

* Profesora del Posgrado de la Facultad de Economía. La autora agradece el apoyo de los becarios Elizabeth Concha, Roberto Soto y Martín Peña.

1 Desde los años del rompimiento de Bretton Woods, Estados Unidos, finalmente, anuncia que no pagará más en oro los dólares que circulan por todo el mundo. Estos dólares, que son deuda de Estados Unidos y son tomados por los países como medios de pago entre las naciones y principalmente entre las empresas, se multiplican con la expansión crediticia de la banca transnacional privada. A través del mercado interbancario, otros bancos transnacionales se fondean operando en el euromercado y otros centros financieros también en dólares.

2 Al respecto puede verse: Correa, Eugenia, *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, 1998.

Esta expansión financiera, en manos de empresas financieras privadas, parece no encontrar un límite. Con el levantamiento de las regulaciones estatales sobre el crédito de los bancos, con la remoción de las regulaciones sobre las tasas de interés, y también la desregulación de empresas financieras no bancarias, la expansión crediticia y bursátil deja de tener un referente esencial en las condiciones monetarias y financieras de un Estado nacional, incluso de los propios Estados Unidos. Ahora, las condiciones de expansión parecen estar vinculadas a las expectativas de rentabilidad y de formación de reservas en un mundo crecientemente sobreendeudado, principalmente en dólares. El otro lado del balance, sobreendeudamiento de bancos, de empresas financieras y no financieras y de los hogares, alcanza momentos muy agudos con la secuela de crisis bancarias o financieras, que se alivia temporalmente con mayor expansión financiera y en los años noventa se acompaña del crecimiento del mercado de derivados.³ Dicho sobreendeudamiento lleva a la transferencia en la propiedad de los activos y/o de sus expectativas de rentabilidad hacia los propietarios de la citada liquidez, principalmente en dólares.

La producción de medios de pago, principalmente en dólares, permite comprar por el mundo sin tener que pagar. Esto es, se compra con dólares, depósitos denominados en dólares que no son sino un pagaré estadounidense, sin más respaldo que la solvencia financiera de la banca y del gobierno estadounidenses y la fortaleza económica de esa nación.⁴

De ahí la persistente defensa de la libertad financiera, porque es la libertad de Estados Unidos de continuar acrecentando la ampliación y profundidad de los mercados financieros en dólares. Además representa la posibilidad de los conglomerados de ese país de continuar expandiendo sus posiciones por el mundo. Hasta ahora, los grandes conglomerados no estadounidense mantienen y aceptan conducirse, al menos parcialmente, en términos de dólares en tanto que ello les posibilita también emprender las acciones competitivas de expansión transnacional. Así, cuando algún o algunos de los países con monedas fuertes, o un grupo de ellos, decidan finalmente no reconocer al dólar como medio de pago, o bien cerrar su mercado financiero a través de controles cambiarios, la posibilidad de

3 Al respecto puede verse *idem*.

4 A pesar del crecimiento de otras economías en los años setenta y ochenta, Estados Unidos continúa siendo la nación que representa el 40% del producto mundial, antes el 60%. Sus empresas continúan siendo las de mayor poder económico, según se constata en las diversas cuantificaciones como *Fortune* o *Financial Times*.

mantenimiento del dólar y de la solvencia estadounidense sería puesta en duda. Aparecería de manera manifiesta el sobreendeudamiento que mantiene la economía estadounidense con la economía mundial.⁵

La renuncia a la expansión deficitaria del presupuesto estadounidense, no es más que en parte el reconocimiento de la fragilidad de la continua expansión, basada en el elevado sobreendeudamiento de las propias empresas financieras estadounidenses y en el mantenimiento de una significativa diferencial en los rendimientos financieros, las fuentes de liquidez bancaria estadounidense deberán trasladarse, aunque puedan mermar el nivel de capitalización de los bancos. Además, el gobierno estadounidense cede la expansión de la liquidez en dólares a la innovación financiera, de ahí la importancia de la reforma financiera en el Congreso recientemente aprobada para permitir la configuración de FHC (Financial Holding Companies).

Greenspan señaló que uno de los principales desequilibrios de la economía estadounidense es la deflación presente en las empresas con contracción de la demanda y de los precios de los bienes y servicios, frente a la inflación de los activos financieros. Inflación que tiene que ver con la dinámica expansiva de la demanda de instrumentos financieros denominados en dólares por todo el mundo, en particular frente a los riesgos que implica el menor crecimiento económico en el resto del mundo y las necesidades de liquidez de los conglomerados en el curso de una nueva ola de fusiones. Con ello Greenspan no sólo reconoce que los canales de la política monetaria están cambiando o han cambiado, sino también la imposibilidad de continuar con la fuerte expansión financiera estadounidense, o incluso de evitar una deflación en activos financieros en el mercado estadounidense y la consecuente quiebra de empresas financieras altamente apalancados, sin el apoyo de un diferencial significativo entre las tasas de interés.

En este trabajo se hace una breve reseña de las principales transformaciones financieras internacionales, buscando establecer algunas de sus

5 El sector externo continúa siendo un oferente neto de fondo hacia el mercado financiero estadounidense. Al terminar el primer trimestre de 1999, los extranjeros detentaban 4.1 billones de dólares (*trillions*) en activos financieros estadounidenses, mientras que las tenencias estadounidenses en activos extranjeros eran de 2.5 billones de dólares (*trillions*), dando un saldo en contra de Estados Unidos de 1.6 billones de dólares. Al respecto, puede verse Arista, Jane, "Flow of Funds", *Review and Analysis*, Financial Market Center, 1er. trimestre de 1999. Sobreendeudamiento que sólo alcanzaría a aparecer en tanto que alguna región económica, Europa o Japón, no sean finalmente absorbidas por la fuerza del dólar.

tendencias y características. Se pretende señalar que la desregulación financiera sobre las tasas de interés y el tipo de cambio han dado sustento a la expansión financiera internacional en manos privadas, particularmente por megaconglomerados y especialmente denominada en dólares, impulsando la globalización, abriendo mercados y defendiendo su libertad.

En la segunda parte se analizan algunos de los hechos característicos que han conducido a señalar la existencia de una época de globalización, con el objetivo de destacar algunos de los elementos sustantivos que han llevado a la formulación de la idea de globalización.

En la tercera parte del trabajo se hace una lectura de los cambios en la inserción de México en la economía internacional en el curso de los últimos veinticinco años, y cómo dichas transformaciones han llevado a las crisis de 1982, 1987, 1994 y ?

En la cuarta parte de este trabajo se busca introducir una lectura de las distintas versiones para la transformación de las relaciones financieras internacionales, que en los últimos tiempos se han dado por llamar Reforma al Sistema Monetario y Financiero Internacional o bien Nueva Arquitectura Financiera Internacional, se revisan las ideas presentes en el FMI, la OCDE, el BIS, la UNCTAD y la Comisión de Naciones Unidas sobre Economía y Desarrollo. Se agregan lo que se considera son algunas de sus principales limitaciones.

Finalmente, se abordan algunas propuestas para la regulación de los flujos de entrada y salida de capitales en México a partir de considerar una agenda de cooperación monetaria y financiera en el marco del TLC.

A lo largo del trabajo se insiste en que los mercados financieros, en las condiciones de una economía crediticia, requieren estar regulados. La gran discusión de nuestros años no es libertad-represión, sino desregulación-regulación. La relación entre banca e industria, entre interés y ganancia adoptó diversas modalidades de “regulación”, interna al conglomerado (Alemania), externa (Estados Unidos), teniendo como resultado una cierta modalidad histórico-concreta de estructura financiera que posibilitaba el financiamiento de la inversión. Una u otra estructura financiera específica puede tener o no una mayor propensión a la crisis financiera, sin embargo, ninguna alcanzará a estar exenta de ella, en tanto que la desregulación operada se encuentre inmersa en un proceso de mayor envergadura de desestabilización fundamental de las fuentes de la rentabilidad o ganancia.

Se busca argumentar en torno a la necesidad de avanzar hacia patrones monetarios y de relaciones crediticias internacionales reguladas que

permita el fortalecimiento de patrones monetarios y sistemas crediticios nacionales. Uno de los principales obstáculos al avance de cualquier propuesta de regulación financiera nacional-internacional es la propia política de Estados Unidos y su falta de voluntad para alcanzar nuevos términos de cooperación monetaria y financiera internacional.

Tanto para la estabilización financiera mexicana, como para la estabilización financiera internacional, Estados Unidos parece ser un actor económico y político fundamental, mientras que su moneda, su política financiera y sus intermediarios financieros avanzan hacia la presencia de un mundo financiero unipolar. De ahí que este apartado finaliza insistiendo en la necesidad de construir un nuevo cuadro de relaciones de cooperación monetaria y financiera con Estados Unidos. La regulación de los flujos especulativos de capital que entran y salen del país causando una enorme inestabilidad, requiere no solamente de la voluntad política nacional, sino también de la voluntad política de Estados Unidos de regular en su propio mercado a las empresas financieras.

Existe, en diversos sectores, la idea de avanzar en cambios sustantivos en el marco regulatorio a partir de la crisis financiera global, pero ésta se entiende como una mayor supervisión sobre los intermediarios financieros de los mercados emergentes, fórmulas para asegurar el refinanciamiento de pasivos y en todo caso normas de capitalización para los intermediarios de los países desarrollados. Continúa subyacente la idea de la regulación a través de la llamada disciplina de mercado que, en todo caso, se aplica sobre los mercados de las naciones menos desarrolladas.

De la discusión de las experiencias de las crisis financieras recientes probablemente pueda llegarse a la conclusión de que la regulación sobre los flujos de capital sólo es viable en la medida de que se acompañe de un descenso significativo de los compromisos derivados del servicio de la deuda externa. Cada día se reconoce, en los distintos ámbitos de discusión, el hecho de que el problema subyacente en las crisis financieras es el problema del creciente endeudamiento en moneda extranjera de las economías en desarrollo.

II. TRANSFORMACIONES FINANCIERAS EN LOS MERCADOS DESREGULADOS

Es ya un lugar común señalar que desde la ruptura de los acuerdos de BW, con el abandono de la paridad fija oro-dólar, los mercados financie-

ros nacionales y las relaciones financieras internacionales han venido transformándose de manera acelerada. Lo que en un inicio parecía un debilitamiento del dólar y de la hegemonía estadounidense, muy pronto, hacia los años noventa, aparece como un nuevo fortalecimiento de ambos, sin que incluso el surgimiento del euro hasta el momento, ponga en duda su preeminencia.⁶

El cuestionamiento de las regulaciones estatales de la posguerra en los mercados financieros, abrió espacio nuevamente a las ideas económicas liberales, a la franca dominación de la filosofía del libre mercado y ha conducido a la remoción sistemática de éstas en los ámbitos comercial y financiero en particular.⁷ A la llamada represión financiera se le atribuye la inhibición del ahorro, la obstaculización para la asignación eficiente de los recursos financieros, así como también se le considera una de las causas de la operación ineficiente de los intermediarios financieros. De ahí que se impulsaron sucesivas políticas de liberalización con el objetivo de elevar el ahorro, alcanzar una asignación eficiente de los recursos financieros y lograr una operación competitiva de los intermediarios. Así, encontramos hacia los últimos años del siglo XX:

- Desregulación sobre las tasas de interés y liberalización de las tasas de cambio.
- Crecimiento de las operaciones en centros financieros *off-shore*.
- Crecimiento de las operaciones financieras fuera de balance y del intercambio privado de títulos, con el resurgimiento y desarrollo de la innovación financiera.
- Amplio desarrollo de firmas financieras no bancarias, auge de los llamados inversionistas institucionales.
- Configuración de megaconglomerados financieros, con una tendencia a borrar las fronteras entre firmas bancarias y financieras no bancarias, ahí donde éstas existían, con una tendencia a la titulación del crédito.

6 Una discusión al respecto puede verse: Tavares, Maria de Conceicao y Fiori, José Luis (organizadores), *Poder e dinheiro. Una economía política de la globalización*, Petrópolis, Ed. Vozes, 1997, pp. 55-86.

7 Al respecto puede verse: Bernis, Gerard de, "Se puede pensar en una periodización del pensamiento económico", *Problemas del desarrollo*, vol. 28, núm. 110, julio-septiembre de 1997, pp. 43-85.

- Tendencia a la ampliación de la expresión financiera de los activos, junto con un amplio movimiento hacia las privatizaciones y bursatilización de los activos.
- Privatización de los fondos de seguridad social.
- Crecimiento de la deuda de los estados nacionales y ampliación de su titulación.
- Crecimiento de los niveles relativos de endeudamiento del sector privado y de las familias.

En síntesis, los mercados financieros están más estrechamente vinculados y prevalece una financiación de las economías con una preeminencia del dólar y de las grandes firmas financieras en las operaciones. Entre las consecuencias directas, pueden señalarse:

- 1) Tendencia a la presencia de crisis financieras y/o bancarias tanto en los países desarrollados como en desarrollo.
- 2) Las crisis financieras han venido cobrando mayores proporciones y tienden a convertirse en crisis sistémicas, lo que se describe como “efecto contagio”.
- 3) Crecientes dificultades para enfrentar los requerimientos de liquidez frente a las crisis financieras.
- 4) Paulatino deterioro de la capacidad financiera de los Estados nacionales debido a la elevación de los costos financieros sobre sus ingresos fiscales.

Después de tres décadas de liberalización financiera, son muchos los análisis que la señalan como el proceso que ha conducido a la proliferación de crisis financieras. Prácticamente en todos los países en desarrollo, los procesos de desregulación financiera han desembocado en crisis bancarias y financieras, desde Chile en los años setenta, hasta México en 1994 e Indonesia en 1997. Sin embargo, particularmente las autoridades financieras estadounidenses y los organismos financieros internacionales, continúan insistiendo en las bondades de la libertad financiera y en la necesidad de su mayor ampliación.⁸

Por otra parte, dicho proceso no ha conducido a la elevación de las tasas de ahorro y por el contrario éstas han descendido en las mayores

8 Al respecto puede verse, entre otros: Lindgren, Carl-Johan *et al.*, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, Fondo Monetario Internacional, 1996.

economías y también en los países en desarrollo.⁹ Por cuanto a la asignación más eficiente de los recursos financieros, ésta en todo caso no se ha traducido en mayores niveles de crecimiento de la producción ni de la inversión, ni en los países desarrollados, ni en los países en vías de desarrollo. En general, la economía mundial tiende a un descenso de su tasa anual de crecimiento e incluso a la depresión de algunas regiones, en relación con las tasas alcanzadas en la posguerra.

Por cuanto a la operación más eficiente de los intermediarios, encontramos mercados tendentes a una mayor conglomeración y especialmente en los años noventa las tendencias a la fusión se acompañan de la consolidación de las operaciones. Hecho que se acompaña de quiebras masivas en los países en desarrollo mientras que algunos de los mayores conglomerados van ampliando sus mercados, aunque ello no significa que se avance hacia una colocación más eficiente en términos de financiamiento de la inversión. Por el contrario, las tasas de inversión han tendido a descender respecto de sus niveles históricos tanto en los países desarrollados como en desarrollo, mientras que numerosas empresas e incluso conglomerados enfrentan sucesivos periodos de sobreendeudamiento que les conduce a adquisiciones forzadas, venta de activos, consolidación de operaciones, etcétera.¹⁰

Así, la citada desregulación financiera ha ampliado exponencialmente la inestabilidad financiera por todo el mundo, acompañada de la mayor fragilidad de las estructuras de financiamiento con tendencias recurrentes al sobreendeudamiento de empresas, familias y gobiernos, particularmente significativas en los países en desarrollo. La señalada transferencia de recursos públicos al pago de intereses condiciona toda la política de gasto e ingreso público de los Estados nacionales.

En suma, una parte creciente del excedente generado y del excedente por crearse, se convierte en renta o en promesas de renta destinadas a la ampliación de los flujos de capital en el sector financiero, sin que aparezcan signos de que éste será capaz de revertirlo al financiamiento de las economías. Mientras que la economía mundial crece lentamente, los flujos financieros se multiplican hasta tres veces por encima de ella. Además

9 Al respecto puede verse: Correa, Eugenia, "Liberalización y crisis financiera", *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 1, enero de 1999.

10 Al respecto puede verse: Vidal, Gregorio, "Las transformaciones en los mercados de capital y el desarrollo de la crisis", *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 2, febrero de 1999.

el hecho de que esta enorme masa de recursos financieros en manos de empresas financieras se encuentre principalmente denominada en dólares, dota a la economía estadounidense de un poder económico e incluso político sin rival y sin precedente en la historia reciente. De ahí, el señalado desinterés de las autoridades financieras estadounidenses y de los conglomerados de ese país en una cooperación monetaria que restituya el poder económico y político de otras monedas.

III. INVERSIÓN Y COMERCIO GLOBALES ¿?

El crecimiento del comercio mundial y la fuerza de la expansión extraterritorial de grandes consorcios —a través de adquisiciones en el extranjero, inversión de empresas transnacionales, colocaciones financieras de todo tipo en los centros financieros—, ha ofrecido la evidencia para señalar, entre algunos políticos y analistas, la presencia del fenómeno de la globalización de la economía.

La expansión de los consorcios más allá de sus fronteras había sido identificada y documentada en gran número de trabajos en el presente siglo y, en especial, venía siendo sencillo establecer en los hechos una importante internacionalización en el periodo de posguerra. Sin embargo, desde finales de los años setenta puede encontrarse en la literatura económica que, a partir del diagnóstico de una mayor interpenetración de los mercados financieros y una rápida relocalización de la planta productiva de las empresas transnacionales, se avanza en la idea creciente de una globalización económica. Llegando incluso a plantearse la idea de que se está conformando un sistema de producción internacionalmente integrado.¹¹ O bien, que se está configurando lo que sería propiamente dicho una economía mundial.

Las principales tendencias de la inversión extranjera directa y de las actividades de las empresas transnacionales ofrecen una visión objetiva del alcance y contenido de la llamada “globalización” y en especial lo que puede llegar a ser su comportamiento en el futuro inmediato.¹²

11 UNCTAD, *World Investment Report*, 1994.

12 Debe considerarse que el análisis estadístico presenta limitaciones procedentes de problemas de cuantificación asociados a los procesos de inflación-deflación, los amplios movimientos cambiantes, las operaciones que, con objetivos fiscales, son facturadas fuera de la matriz, la valuación del comercio intra-firma, etcétera.

La inversión extranjera mundial acumulada creció durante los años sesenta y hasta 1975 a un promedio anual de casi 10%.¹³ En la primera mitad de los años ochenta y al finalizar los años noventa, los flujos de inversión extranjera se contraen como parte de la dinámica descendente de la demanda, del crédito y de la inversión en las mayores economías. Es propiamente en los años ochenta y noventa, cuando existe un menor ritmo de crecimiento del comercio mundial, que la inversión extranjera directa posee mayor relevancia.

La mayor parte de los flujos de capital proceden y se invierten entre los propios países desarrollados.¹⁴ De manera que hacia 1997 de más de 3.5 billones de dólares de la inversión extranjera directa acumulada mundial 3.2 billones procede de los propios países desarrollados.¹⁵ Entre los países con mayores flujos de salida de inversión, destaca la participación relativa de Estados Unidos, estimándose que explica en 1997 el 25% de la inversión extranjera acumulada, le sigue Gran Bretaña (12%); Alemania (10%) y Japón (8%). Como receptores de inversión extranjera directa acumulada, los países desarrollados explican el 70% de ésta y el resto los países subdesarrollados. América Latina con el 11% en 1997, destacando Brasil y México; y, Asia con casi el 18% principalmente en China, Indonesia, Malasia y Singapur.¹⁶

La IED acumulada mundial alcanzó a representar en 1996 el 10.6% del producto bruto interno mundial, cuando en 1980 fue del 4.6%, en los países desarrollados la inversión extranjera acumulada fue del 7.6%, mientras que para los subdesarrollados representó el 15.6%.

13 Los periodos de mayor crecimiento relativo durante los últimos casi treinta años son la segunda mitad de los setenta, con un promedio anual del 13%, la segunda mitad de los ochenta y algunos años de los noventa donde casi alcanza un promedio anual del 20%.

14 Solamente unos diez países en desarrollo son los más importantes inversionistas y receptores de capitales. Igualmente son los países desarrollados los principales inversionistas, sitio de las casas matriz de los consorcios, representando más del 90%.

15 Las cifras son de UNCTAD. *World Investment Report*, Ginebra, septiembre de 1998.

16 Para tener una idea de magnitud, por su nivel como receptoras de inversión extranjera directa acumulada, Brasil se compara con Australia, España, Canadá y Holanda. México se puede comparar con Singapur o Italia. Los flujos anuales de dicha IED, en 1996 unos 338 mil millones de dólares, se estima representaban 5.6% de la formación bruta del capital fijo mundial (al inicio de los años ochenta fue del 3%) mientras que para los países desarrollados fueron el 3.6%, para los países subdesarrollados representaron el 8.7%. Sin embargo, para algunos países estos capitales representaron un nivel aún mayor, como por ejemplo Gran Bretaña 14.6%, Francia 8%, Estados Unidos 7%. Para América Latina fueron el 12% en promedio, Brasil el 7.5% y México el 14%. Para Asia el 7.4%, aunque para China fueron el 17%, Indonesia el 8.5%, Malasia el 11%, Singapur el 27.5%.

La citada expansión de la IED se realiza a través de las empresas transnacionales (ET). Los activos totales de las casi cincuenta y tres mil empresas transnacionales y sus casi cuatrocientos cincuenta mil filiales por todo el mundo en 1997, se estima sumaron 16.6 billones de dólares, 55% del producto mundial; sus ventas globales totales acumularon en 1997 unos 9.5 billones de dólares, esto es más del 30% del producto mundial, creciendo más rápidamente que el comercio y el producto mundial; las exportaciones totales de las filiales alcanzaron los 2 billones de dólares lo que significa casi un tercio de las exportaciones mundiales de bienes y servicios.

Las cien mayores empresas transnacionales cubre un universo de actividades económicas y poseen una gran significación en la producción y en el comercio de casi todo el orbe.¹⁷ Hacia 1996, las 100 mayores corporaciones transnacionales (seleccionadas por el volumen de sus activos totales en el extranjero), poseen activos por 4.1 billones de dólares, una cuarta parte de los activos globales de las casi cincuenta y tres mil empresas transnacionales y sus filiales. De ellos, 1.8 billones de dólares son de filiales y representan el 16% de los activos globales de las filiales extranjeras. Las cien sumaron el 24% de las ventas totales globales de las filiales. Asimismo estas cien emplearon a casi doce millones de personas de manera directa de los cuales casi siete millones se encuentran en sus filiales. Tienen su matriz setenta y cinco en Estados Unidos, Japón o Europa: veintiocho estadounidenses, dieciocho japonesas, once francesas, nueve de Gran Bretaña y nueve más de Alemania.¹⁸

Así, ciertamente el mundo de la expansión comercial y de la inversión extraterritorial es un mundo globalizado por un muy pequeño número de grandes conglomerados que tienen sus empresas matrices, principalmente, en algunas de las mayores economías, con una presencia verdaderamente mundial, concentran sus actividades en un reducido número de países subdesarrollados.

17 “La influencia de las mayores transnacionales en el producto, el empleo, los patrones de demanda, tecnología y relaciones industriales no debe ser subestimada: las mayores cien empresas transnacionales del mundo, en función de sus activos extranjeros, poseen 3.4 billones de dólares de activo global en 1992, del cual 40% son activos localizados fuera de sus países de origen. Las cien mayores controlan cerca de un tercio de la inversión extranjera acumulada. UNCTAD, *World Investment Report*, 1994, p. XXI.

18 Como señala la propia UNCTAD: “Controlando tal nivel de activos y de inversión extranjera acumulada, las cien mayores transnacionales tienen un impacto considerable tanto en los países de origen como en los países donde ubican sus filiales, en producción, patrones de demanda, tecnología y comercio, empleo y prácticas laborales.” *Ibidem*, pp. 5-8.

Ahora bien, a partir de las cifras disponibles, se estima que las empresas transnacionales empleaban a setenta y tres millones de personas al inicio de los años noventa, tanto en sus países de origen como en el extranjero. Lo que representaba cerca del 3% de la fuerza de trabajo mundial, y cerca del 10% del empleo pagado en actividades no agrícolas, y casi un 20% considerando únicamente a los países desarrollados. Además, se ha estimado que generaron un empleo indirecto de igual proporción o quizá más.¹⁹ Una estimación conservadora del total de empleos asociados con las empresas transnacionales podría ser de ciento cincuenta millones al inicio de 1990.²⁰

Las empresas transnacionales han venido incrementando más lentamente su empleo que su inversión.²¹ Así, la dinámica de la globalización significativa por cuanto a la inversión y la producción mundiales, posee un impacto mucho menor en lo que toca a la generación de empleo tanto directo como indirecto.

A pesar de su reducido impacto en el empleo, se ha estimado que el comercio intra-firma es uno de los elementos más dinámicos del comercio mundial. La posibilidad de incrementos en la productividad a través de la incorporación tecnológica y de inversión de estas empresas es limitada particularmente hacia las economías subdesarrolladas, dado el bajo nivel de inversión media de las filiales. De manera que ha sido relativa-

19 La importancia del empleo indirecto que estas empresas posibilitan, podría haber crecido en los últimos años cuando estas empresas emprenden procesos de reestructuración y concentran su producción en los segmentos del mayor valor agregado y desconciertan en otras empresas no necesariamente filiales, el abastecimiento de insumos diversos, sea a través de la subcontratación o simplemente de proveedores externos.

20 Puede verse UNCTAD, *op. cit.*, p. XXIII.

21 Ello puede explicarse, entre otros hechos, porque las empresas están ocupando tecnologías ahorradoras de mano de obra, se han intensificado el establecimiento de arreglos de subcontratación internacional o nacional que generan empleo fuera de las propias empresas transnacionales, y los esfuerzos de las empresas de reducir los costos a través de la racionalización y el menor tamaño del empleo. “De hecho, el empleo total en el sentido amplio de las mayores transnacionales industriales al finalizar los ochenta fue menor que en 1980 y es posible que haya declinado desde entonces. Sin embargo, consideradas todas las empresas transnacionales, el empleo total en ellas ha crecido un poco.”, *Ibidem*, p. XXIII. Por lo que corresponde a la transferencia de tecnología puede considerarse que ésta es sustancialmente mayor entre las propias economías desarrolladas, un indicador de ello “...el tamaño promedio de la inversión extranjera acumulada por filial en los países desarrollados (17.3 millones de dólares) es mayor que en los países subdesarrollados (4.3 millones de dólares)”. Sin embargo, los costos de dicha transferencia se han elevado, solamente las empresas matrices de Alemania, Estados Unidos y Japón recibieron por concepto de regalías y licencias casi 10 mil millones de dólares en 1986 y 39 mil millones de dólares en 1996, en este último año más del 22% procedieron de los países subdesarrollados, unos 8.4 mil millones, 6.5% de los flujos recibidos ese año, el mayor volumen corresponde a operaciones intra-firma.

mente poco el impacto de estas empresas en la necesaria incorporación de nuevas tecnologías.

Por otra parte, su presencia en el crecimiento del comercio exterior de las economías subdesarrolladas en las que se establecen filiales, en la medida en que una parte significativa de éste se trata de comercio intra-firma, concita a pensar que los frutos de la elevación de la productividad pueden ser trasladados hacia los países en donde se ubican las matrices a través de los precios de transferencia. Así, puede sostenerse la idea, presente en distintos análisis, de la limitada significación de la implantación de filiales en estos países, respecto del avance para la creación o consolidación local de la planta productiva y de la generación de empleo.

Por cuanto a la inversión extranjera de cartera,²² ésta ha sido un componente muy importante en los análisis del proceso de globalización, en particular por su expansión espectacular al inicio de los años noventa hacia los países subdesarrollados, llamados también mercados emergentes. Su origen puede establecerse en los procesos de desregulación financiera (al simplificar o eliminar reportes, garantías y reservas) que permitieron a las empresas financieras de las naciones desarrolladas, pero principalmente estadounidenses, adquirir títulos (bonos y acciones) procedentes de empresas domiciliadas en países subdesarrollados e incluso de gobiernos. A pesar de su dinámico crecimiento en los años noventa, estas colocaciones se caracterizan por tener grandes fluctuaciones año con año, por ejemplo en 1995 como efecto de la crisis mexicana o 1997 con la crisis asiática, o en 1998 con la llamada crisis global.

Por sus montos totales anuales esta inversión hacia los países subdesarrollados ha venido siendo cuantiosa, pues en 1991 suma casi 100 mil millones de dólares y en 1997 alcanzó los 360 mil millones.²³ Los flujos netos pueden variar significativamente, en virtud del refinanciamiento presente en muchas de estas operaciones y los cambios en el valor de los títulos. Sin embargo en el primer lustro de los años noventa la inversión neta de cartera hacia los países en desarrollo promedió los 61 mil millones de dólares por año, desde 1990 y hasta 1994. Entre 1995 y 1998 este promedio anual se estima en 35 mil millones.²⁴ En gran medida esta de-

22 Se distingue de la inversión directa en la medida en que no se compromete con el control administrativo de las empresas. *Idem*.

23 Corresponde a la suma de la emisión de bonos, acciones y créditos, cuadro 2.3, FMI, *International Capital Markets*, Washington, septiembre de 1998.

24 Cifras del FMI, *ibidem*, cuadro 2.1.

clinación se explica por la crisis mexicana (1995), la crisis asiática (1997) y la crisis brasileña (1999).

A diferencia de la IED cuyos determinantes están vinculados a la dinámica del mercado interno, costos de producción, control de mercado, aprovisionamiento de materias primas y estrategias de reestructuración y redimensionamiento. La inversión de cartera posee determinantes vinculados a las distintas oportunidades mundiales de colocación, principalmente de corto plazo, tasas de interés y tipos de cambio, así como perspectivas de adquisiciones, fusiones, etcétera.

El flujo de fondos hacia títulos de los países en desarrollo está basado, en la colocación, principalmente, en los mercados financieros de los países desarrollados de empresas públicas y privadas. De manera que dichos flujos están vinculados directamente a los cambios en la rentabilidad ofrecida en los mercados más desarrollados; a las expectativas de comportamiento económico de las empresas de los países en desarrollo; a la dinámica de las privatizaciones; a la capacidad de cobertura otorgada por las distintas garantías, y, al nivel de reservas internacionales del país que permite la convertibilidad de las colocaciones extranjeras. Las calificaciones de las agencias especializadas (Moody's y Standard and Poor's) han sido determinantes en el establecimiento de los márgenes y con ello en el costo de las nuevas colocaciones de bonos. Por su parte, los intermediarios financieros colocadores de las acciones, ADR's y bonos de las empresas locales (entre otros Merrill Lynch, Salomon Brothers, Goldman Sachs, JP Morgan, etcétera) fueron abriendo el mercado y marcando el nivel inicial de la valuación de los distintos títulos.²⁵

Los inversionistas institucionales de los países desarrollados han sido los agentes más importantes en la canalización de fondos tanto hacia el mercado de dinero como al mercado de capitales y también hacia los mercados emergentes. Se conoce como inversionistas institucionales a la amplia gama de fondos de pensión, sociedades de inversión, fondos manejados por aseguradoras, fideicomisos, etcétera.²⁶

El comportamiento de los flujos de inversión de cartera está supeditado a las determinaciones de colocación de un pequeño número de grandes inversionistas con un elevado poder de mercado, sus estrategias de colocación no están vinculadas tan directamente a la solidez de los fundamen-

25 Correa, Eugenia, "Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana", *Revista Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior, abril de 1996.

26 Al respecto puede verse: FMI, *World Economic Outlook*, Washington, septiembre de 1994.

tos económicos de los países en cuestión, como en ocasiones se piensa, sino precisamente toman sus decisiones en función de las expectativas de rentabilidad en un mercado global. Ello es lo que ha dado fundamento a que en la literatura económica se insista en la globalización.²⁷

Así, cuando en los años ochenta y noventa descienden las tasas de crecimiento económico entre las mayores economías casi a la mitad del ritmo prevaleciente en los años cincuenta y sesenta, los elementos dinámicos de la economía mundial son el comercio y la inversión transnacional. A lo que se agrega la rápida transformación tecnológica en comunicaciones y procesamiento de la información. Por ello la insistencia de que la economía mundial está siendo dirigida fundamentalmente por estos elementos dinámicos y que la perspectiva o incluso la presencia de un mundo global rige los destinos de cada una de las economías nacionales. Elementos dinámicos que se acompañan de un pequeño número de grandes conglomerados financieros y no financieros a la cabeza del proceso de globalización.

Como se ha tratado de insistir, la globalización atiende principalmente a la expansión internacional de corporaciones e intermediarios financieros, con un elevado poder de mercado, en donde algunas de las economías subdesarrolladas participan con el establecimiento de filiales en su territorio o bien a través de la recepción de colocaciones financieras. El poder de negociación de los Estados nacionales con los conglomerados financieros y no financieros ha venido siendo reducido cuando, a cambio de participar en dicha globalización, han venido abriendo sus economías a la participación de empresas e intermediarios financieros extranjeros.

La citada modalidad de globalización ha estado acompañada de sucesivas quiebras de las corporaciones de los países subdesarrollados, han sido un número muy pequeño de éstas que han alcanzado a enfrentar la competencia. En gran medida ello ha sido posible cuando éstas han debido aceptar la participación, en distinta medida, de socios extranjeros. Tal es el caso de las reestructuraciones en curso en las economías asiáticas en crisis, como Corea, Indonesia, pero también de Brasil, Rusia, México, etcétera.

27 Al respecto puede verse: Correa, Eugenia, "Inversionistas institucionales en un mercado financiero global", en Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM, DGAPA y ENEP Acatlán, por aparecer.

IV. MÉXICO: DEUDA Y CRISIS FINANCIERAS

Al finalizar el periodo de crecimiento con estabilidad, México enfrenta un mercado mundial de bienes y de capitales nuevamente inestable. La inflación en las mayores economías en los años setenta, el cambio en los precios relativos de nuestro comercio, la inestabilidad cambiaria entre las monedas más fuertes y el impredecible curso de las tasas de interés y de cambio en los mercados financieros. Todo ello fue deteriorando la estabilidad de la inversión y del financiamiento de las importaciones de insumos, maquinaria y equipo. Los déficit comerciales financiados con tasas de interés estables, fueron convirtiéndose rápidamente en elevados déficit en cuenta corriente, cuando los intereses de la deuda externa empezaron a crecer. Más aún, hacia 1979 el servicio de la deuda externa tenía que ser completamente refinanciado y las nuevas disposiciones de crédito se consumían en su servicio.

La crisis se desencadenó en 1982 cuando los recursos en los mercados financieros externos escasearon (en virtud de la elevación de las tasas de interés de la Reserva Federal), además nuestro principal mercado externo, Estados Unidos, se contrajo, y de conjunto todo ello detuvo el refinanciamiento del servicio de la deuda, imprescindible desde 1979.²⁸

México venía creciendo a tasas promedio del 6 y 7% anual durante los años sesenta e incluso setenta, pero a partir de la crisis de deuda y hasta el final del siglo, el crecimiento económico promedio anual se encuentra por debajo del crecimiento de la población. Las tasas de ahorro y de inversión han descendido en el curso de los procesos de apertura comercial (1985) y de apertura financiera (1990).

Durante los años de crecimiento con estabilidad de precios (cincuenta y sesenta) la mediación estatal en los flujos de financiamiento de la actividad productiva fue fundamental a través de la inversión pública directa en infraestructura, empresas de propiedad estatal y financiamiento desde la banca de desarrollo.²⁹ Muy pronto, este esquema de financiamiento de la actividad económica alcanza un límite cuando el proceso de endeudamiento externo, en condiciones de elevación de las tasas de interés externas y de acortamiento de los plazos de los créditos, llevo a

28 Al respecto puede verse: Correa, Eugenia, *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, México, UNAM, IIEc, 1992.

29 Al respecto puede verse: Vidal, Gregorio, *Grandes empresas, economía y poder en México*, México, Plaza y Valdez Editores y UAM-I, 2000.

contratar créditos sólo para enfrentar los vencimientos de deuda. Súbitamente, el gobierno se encontró con la imposibilidad de continuar median-do el proceso de inversión productiva.

La nacionalización bancaria, resultado de la crisis de la deuda de 1982, se convirtió en un proceso de cambio en la propiedad de los activos nacionales, cuando muchos de éstos estaban bajo formas de propiedad en torno a grandes grupos industriales-financieros. La paulatina transformación de la deuda pública interna en instrumentos negociables durante los años ochenta llevó a la concentración de activos líquidos que, en el curso del proceso de venta de empresas estatales, ofreció los medios necesarios para la constitución de nuevos grupos privados propietarios de antiguas empresas estatales o bien para la expansión de grupos preexistentes.³⁰

Mientras tanto, las finanzas públicas han venido encontrándose cíclicamente comprometidas con el servicio de la deuda externa y con los costos de la deuda interna en relación con las cambiantes tasas de interés, por un lado, mientras que por otro lado enfrentan las restricciones procedentes de las políticas de ajuste y estabilización, que les imponen alcanzar y mantener un equilibrio fiscal e incluso un superávit.

La apertura comercial, que acompañó a las políticas del Washington Consensus en los años ochenta, impuesta a los países deudores, comprometió radicalmente la posición financiera del gobierno, cuando las tasas de interés internas se convirtieron en el instrumento fundamental para la atracción de capitales para el financiamiento de los déficit comerciales y el refinanciamiento de mercado de la deuda externa. Así, las tasas de interés de los instrumentos de deuda gubernamental fueron el elemento de ajuste para dar soporte a una política de estabilización cambiaria con apertura comercial al finalizar aquellos años.

La reforma financiera se acompañó de la reprivatización bancaria llevando hacia un rápido reposicionamiento en el mercado de los bancos y con ello a una modificación de su cartera de clientes, de sus estrategias para la administración activa de sus balances y a un incremento notable de las operaciones interbancarias como fuente de liquidez fundamental. Todo lo cual impulsaba al incremento en los márgenes de intermediación bancaria y con ello al refinanciamiento de capital e intereses. Las elevadas tasas de interés locales se fueron convirtiendo en sobreendeudamiento de empresas locales, mientras que algunos de los grandes grupos con ac-

30 Al respecto puede verse *idem*.

ceso a los mercados internacionales fue cargando con pérdidas cambiarias sucesivas a lo largo de las devaluaciones.

El origen de la crisis bancaria se remonta al inicio de la reforma financiera de 1989 cuando se procedió a: desaparecer el encaje legal; a la privatización acelerada de los bancos y a la apertura del mercado financiero a los flujos de capital extranjero. En muy corto plazo, las altas tasas de interés reales, junto con la enorme entrada de capitales externos al mercado financiero (a pesar de las políticas de esterilización parcial) se tradujeron en una dinámica expansión del crédito. Elevadas tasas de interés, acompañadas de descenso en el ritmo inflacionario y expectativas de crecimiento económico a partir del TLC, se convirtieron en un incremento del crédito con un componente de refinanciamiento. Todo ello contribuyó a elevar los márgenes de intermediación y acelerar el crecimiento del crédito mismo con la capitalización de los intereses. Sólo parcialmente ese incremento del crédito se convirtió en mayor inversión productiva o en aumento de la demanda agregada de productos nacionales.

La crisis financiera mexicana de 1994-1995 se precipita nuevamente debido a las condiciones de sobreendeudamiento de la economía, esta vez no sólo del gobierno federal, empresas públicas y banca de desarrollo, sino también de empresas y bancos privados, en moneda nacional y extranjera. La elevación de las tasas de interés al inicio de 1994 por parte de la Reserva Federal, crearon las condiciones de crisis financiera cuando, como en 1982, el refinanciamiento de pasivos alcanza nuevos límites. Los inversionistas de cartera encontraron en los tesobonos la fórmula para garantizar sus rendimientos sin salir apresuradamente del mercado nacional en un año electoral.³¹ Se conocía que la burbuja de rendimientos no continuaría mucho tiempo más, a lo que se agrega el alza de las tasas de interés en Estados Unidos que modificaba rápidamente las expectativas de rendimiento entre los inversionistas estadounidenses.

Si bien la liquidación de las posiciones extranjeras en tesobonos en el corto plazo motivaron la respuesta de las autoridades financieras estadounidenses para otorgar fondos para la estabilización del mercado mexicano. También estuvo presente la preocupación por evitar la insolvencia en el conjunto de los compromisos externos de México. A la liquidación de los tesobonos en moneda extranjera, se agregaron los vencimientos de deuda

31 Habían venido teniendo una rentabilidad en dólares durante casi cuatro años en el mercado accionario de un 50% en promedio anual, mientras que en el mercado de dinero un promedio de 15 a 20 puntos porcentuales por encima de instrumentos semejantes.

externa de corto plazo y el servicio de la deuda de largo plazo, tanto de empresas como de bancos y del propio sector público.³²

La crisis financiera de 1994-1995 precipitó la crisis bancaria que venía gestándose desde meses atrás. La elevación de los pasivos en moneda extranjera de los bancos locales con la devaluación de 1994 se convirtió en un desbalance cambiario de alrededor de 30 mil millones de dólares que fue parcialmente compensado a través de la elevación de las tasas de interés en los primeros meses de 1995, con lo que se profundizó la frágil condición de los prestatarios locales.

La crisis bancaria fue enfrentada con el objetivo de impedir la quiebra de los mayores intermediarios. Sin embargo, al mantenerse las elevadas tasas de interés (para continuar ofreciendo rendimientos atractivos a los capitales extranjeros en el mercado financiero), no se recuperó la capacidad de pago de los prestatarios locales. Con lo que el rescate bancario (principalmente compra de cartera a través del Fobaproa) no ha resuelto ni el problema de la crisis bancaria ni ha permitido la recuperación de los flujos de financiamiento indispensables para la actividad económica.

Las negociaciones para el “paquete de rescate” de la crisis de 1994 condicionaron las políticas instrumentadas para enfrentar la crisis bancaria, el rescate de los bancos y en todo caso el rescate de los deudores morosos.³³ Sólo el incremento de las tasas de interés que se impuso durante 1995, buscando rescatar la confianza de los inversionistas extranjeros y tratando de evitar la salida de capitales nacionales, duplicó en unos meses los pasivos bancarios, condujo a la capitalización de intereses de muchos

32 Todo ello fue estimado por el secretario del Tesoro estadounidense en el Congreso para 1995 en la cifra de 81 mil millones de dólares. Al inicio de 1995 el Banco Interamericano de Desarrollo estimaba que la pérdida de los asalariados por el ajuste cambiario tendría un monto aproximado de 32 mil millones de dólares, lo que equivale a un 40% de los vencimientos esperados para 1995. Considerando la declaración hecha por Michael Camdessus, director general del FMI, donde señala que el acuerdo está basado en “una reducción significativa en el salario real promedio y representa una gran contribución del sector obrero a la posibilidad de reasumir el crecimiento”, el pago de los rendimientos, sólo de 1995, se solventaría en dos años y medio.

33 Así, la decisión de garantizar los depósitos por igual, incluso los depósitos interbancarios, la decisión de no proceder hacia un control parcial de cambios, la decisión de elevar las tasas de interés como fórmula de recuperar la “confianza” de los “inversionistas” extranjeros, la decisión de no intervenir sino parcialmente a algunos bancos, la decisión de no proceder al congelamiento parcial de los mayores depósitos, la decisión de no instrumentar el rescate de la banca por la vía de la nacionalización de algunos de los grupos bancarios. En todas estas decisiones tuvo una participación decisiva el FMI. Estas decisiones, en particular la política de mantener elevados rendimientos en pesos para recuperar la “confianza” de los “inversionistas” extranjeros, fueron elevando las carteras vencidas de los bancos por un lado, y por otro incrementando aceleradamente la masa de depósitos bancarios.

créditos cuyas garantías perdían valor al tiempo en que la economía se contraía.³⁴

Las tasas de interés locales están supeditadas a las necesidades de refinanciamiento de las posiciones pasivas externas. Y por ello altamente vulnerables a las condiciones prevalecientes en los mercados financieros internacionales y finalmente ligadas a la afluencia y permanencia de flujos de capital así sean estos de cartera, de corto plazo y de elevado costo.

Por otra parte, el traspaso de los costos del rescate de los bancos a las finanzas públicas y su saneamiento para la venta y control por bancos extranjeros, transfiere a los contribuyentes las pérdidas generadas. Todo ello está conduciendo a la pérdida del control nacional sobre el sistema de pagos, la moneda y el crédito. El predominio de la banca extranjera en el mercado nacional,³⁵ sin ningún acuerdo monetario y político (a la manera de la Unión Europea), conduce a una creciente presencia de ésta en la propiedad de otros activos nacionales.³⁶

Con todo ello puede explicarse el interés por esclarecer el origen de las sucesivas crisis financieras mexicanas, mientras que éste se vincula a la excesiva represión financiera preexistente y a errores de política económica, la respuesta es disciplina de mercado y por tanto evitar todas aquellas políticas que apuntan hacia una regulación sobre los mercados, incluyendo los controles sobre entrada y/o salida de capitales, sean éstos de cartera o de inversión directa. En tanto que, cuando los orígenes se sitúan precisamente en la desregulación sobre los mercados financieros, alcanzan sustento todas aquellas políticas que conducen a una nueva regulación financiera, incluyendo aquellas relativas al control de capitales. Li-

34 El mayor volumen del crédito se encuentra otorgado a los sectores empresariales de gran tamaño, mientras que un gran número de deudores bancarios pequeños y medianos empresarios y familias, tienen un pequeño monto de los activos totales de la banca. Así, remover del balance de los bancos los activos improductivos tenía la mayor importancia, pero por su monto e impacto sobre las necesidades de conformación de reservas y capitalización, éstos son un pequeño número de créditos de gran volumen. La reestructuración y el descuento parcial con cargo a los contribuyentes ha sido una fórmula para la participación gubernamental del rescate.

35 De acuerdo a las cifras que presenta la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a finales de 1999 un 20% del capital contable de los bancos en México corresponde a filiales extranjeras, sin considerar la participación accionaria minoritaria en los bancos locales.

36 Además, la nueva inserción de México en la economía internacional ha llevado a que las políticas presupuestales nacionales compitan con el nivel de ajuste presente en otras economías, que las tasas de interés locales compitan con las señaladas en otros mercados. Tal fue el caso, por ejemplo, durante 1998, cuando la crisis rusa (de agosto) llevó a ajustes presupuestales en Brasil y México, tal es el caso de los ajustes y del nivel de las tasas de interés presentes en el curso de la crisis brasileña. Tal puede ser el curso de las sucesivas crisis en cualquier otra latitud, lo mismo puede ser Argentina o Hong Kong.

bertad-represión, desregulación-regulación resumen el debate contemporáneo. No hay más respuestas, a la disciplina de mercado le continúa la dolarización, sea ésta a través de un Consejo Monetario, de una decisión gubernamental unilateral, de la presión-decisión del mercado.

V. CRISIS Y REFORMA FINANCIERA

Las sucesivas crisis financieras nacionales e internacionales y la más reciente crisis global, así calificada por Alan Greenspan, de 1997 y 1998 renovaron las voluntades políticas entre autoridades y organismos financieros de emprender una reforma financiera internacional y cambios en la regulación y supervisión sobre los mercados, en particular, en la reunión de Halifax (1995) de los presidentes del grupo de los siete países más desarrollados. Desde entonces distintos grupos de trabajo para la supervisión y regulación financiera internacionales han intensificado su trabajo e incluso se crearon otros más. Los resultados de estos trabajos empezaron a conocerse en 1998, llamándose a fortalecer e incluso a crear una nueva arquitectura financiera internacional.³⁷

A pesar de la decisiva presencia del conglomerado financiero en los diversos mercados, de su participación activa en los grupos y comités para la reforma, en los distintos reportes apenas se menciona, o incluso se hace caso omiso del elevado poder de mercado de algunas firmas, su presencia notable en algunos mercados, instrumentos, actividades, de su acción en los cambios abruptos en la composición de sus carteras que precipitan crisis financieras.³⁸

La reforma financiera aún está en curso, todavía muchas de las ideas están a nivel de recomendaciones. Sin embargo, otras acciones están siendo parte de renovadas prácticas de vigilancia y supervisión instrumentadas por el FMI. Entre algunas de éstas se encuentran:³⁹

37 OCDE, *Summary of Reports on International Financial Architecture*, octubre de 1998, en línea.

38 Al respecto puede verse: Correa, Eugenia, "Conglomeración y reforma financiera", *Revista Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior, por aparecer.

39 Entre los grupos de trabajo establecidos destaca la participación de instituciones como el Banco de Pagos Internacionales que ya venía funcionando a través de distintos grupos y comisiones; un grupo especial de la presidencia de Estados Unidos; el Fondo Monetario Internacional; la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE); el Banco Mundial; la Organización Mundial de Comercio; el Grupo de los Siete (G-7); el Instituto de Finanzas Internacionales; la Reserva Federal, la Oficina del Controlador de la Moneda y el Comité de Banca y Servicios Financieros de la Cámara de Diputados, todos ellos de Estados Unidos; el Comité sobre Sistema Financiero Global

a) *Promover la transparencia, estándares contables y de administración de riesgo y supervisión.* A través de la suscripción de acuerdos voluntarios para proseguir estándares de publicación de información respecto de reservas internacionales y deuda externa; de transparencia fiscal y probablemente muy pronto se terminen de aprobar estándares de transparencia en política monetaria y financiera.

El FMI trabaja junto con otras instituciones financieras y con el sector privado para que los países desarrollen y den a conocer la información que permita evaluar los sistemas financieros y su potencial vulnerabilidad.

b) *Supervisión bancaria y fortalecimiento de los sectores financieros.* Después de más de 130 crisis bancarias en los últimos años y las expectativas de otras más en los años por venir y en virtud de que éstas se atribuyen principalmente a la debilidad de los marcos supervisores, normativos y contables, las acciones emprendidas se encaminan a la transparencia y estandarización contables. Entre las acciones emprendidas de mayor trascendencia se encuentra un Programa de Evaluación del Sector Financiero que ya se aplica de manera piloto en doce países e incluye entre otras cuestiones:

- Desarrollar indicadores de solvencia y manejo prudencial de las instituciones financieras, así como indicadores del sector corporativo.
- Identificar fortalezas y debilidades en los mercados financieros, estructura, eficiencia y liquidez en los mercados de dinero y capitales, y en los mercados de divisas y deuda.
- Identificar las políticas de préstamo de los bancos centrales, incluyendo sus actividades como prestamista de última instancia.
- Revisar y evaluar los sistemas de pagos, incluyendo procedimientos de administración de riesgos.
- Reformar el marco legal, la regulación prudencial y supervisión, para la observancia de estándares y buenas prácticas.
- Adecuación de políticas, regulación y marco supervisor para las instituciones financieras, incluyendo la aplicación de los princi-

del G-10 donde participan funcionarios de bancos centrales; el Comité de Normas Contables Internacionales; la Asociación Internacional de Derivados y Swaps; un grupo privado formado por doce grandes instituciones financieras y presidido por Goldman Sachs y J. P. Morgan.

pios de capitalización adecuada recomendados por el Comité de Basilea.

- Adhesión a los estándares internacionales en políticas monetaria y financiera, contabilidad, revelación e informes.
- Acuerdos para administrar crisis con redes de seguridad financiera, fórmulas para la liquidación de bancos. Esquemas de seguro de depósitos limitados y otras garantías.
- Fórmulas para apreciar lo que se llama la vulnerabilidad estructural sustantiva y las desviaciones de las buenas prácticas para minimizar los riesgos sistémicos, estableciendo un programa de reformas al sistema financiero, incluyendo su secuencia y las necesidades de asistencia técnica.⁴⁰

c) *Con relación a la deuda externa.* Se está publicando una compilación de las estadísticas de deuda externa, junto con el Banco Mundial, la OCDE y el BPI, conocida como *Creditor-Based Joint Debt Statistics*.⁴¹ Asimismo se están instrumentando sistemas de monitoreo de la deuda privada de corto plazo, y también de las líneas interbancarias (este último ya está vigente para Argentina, Brasil, Ecuador, Indonesia, Corea, México, Filipinas, Tailandia y Turquía).

El FMI desarrolla modelos buscando encontrar un mecanismo de detección temprana para ayudar a prevenir una crisis de balanza de pagos.

Otros temas también relativos al endeudamiento externo se están debatiendo entre las instituciones internacionales y el sector privado, como: modificar los términos de los contratos de emisión de bonos soberanos para facilitar una ordenada solución cuando se presente una crisis financiera; la configuración de comités acreedores; formas para establecer un diálogo regular entre acreedores y deudores; medidas para alcanzar un refinanciamiento de las líneas de corto plazo.

40 Además, el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria recientemente concluyó una revisión del marco sobre capital adecuado y su guía de prácticas sanas para la contabilidad y revelación crediticia. Fondo Monetario Internacional, *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 de septiembre de 1999, información en línea.

41 Al respecto se señala que un incremento significativo de la relación entre la deuda externa de corto plazo y las reservas internacionales crean un elevado riesgo de crisis. Sin embargo, en sucesivas crisis, el nivel de deuda de corto plazo se conoce después del estallido, cuando se estiman los recursos necesarios para impedir la suspensión de pagos y se enfrenta un encarecimiento del refinanciamiento especialmente de este tipo de pasivos.

d) *Normatividad en quiebras y principios de gobierno corporativo.* Se adoptó una Ley Modelo en mayo de 1997 para tratar con la insolvencia entre deudores y acreedores de diferentes países, la Ley Modelo se encuentra bajo consideración entre diferentes países.⁴²

Por otra parte, el Banco Mundial está conduciendo a los gobiernos hacia las reformas que deben emprenderse bajo lo que se conoce como las prácticas de buen gobierno. Reformas en los sistemas de insolvencia y el marco institucional, incluyendo el desarrollo de tribunales especializados en bancarrota.⁴³

La OCDE, el Banco Mundial y el Comité de Basilea están coordinando sus acciones en torno a lo que se conoce como principios de gobierno corporativo, aunque no son obligatorios a los países miembros de la OCDE.

e) *Riesgos monetarios y financieros sistémicos internacionales.* Se estudian medidas que puedan mejorar el funcionamiento del sistema monetario internacional. Estudia el FMI regímenes cambiarios, mercados de activos y flujos de capital internacionales, con diversas visiones sobre las ventajas de regímenes de tipo de cambio fijo o flotante en mercados financieros liberalizados. En un estudio más reciente el FMI señala la importancia de mantener la libertad cambiaria y alejarse de prácticas diversas de controles de capital.

Además, se incrementaron los recursos del FMI con un acuerdo de revisión de cuotas, pero la propuesta de aumentar la emisión de DEG aún no ha sido aprobada, como tampoco la propuesta de colocar instrumentos de deuda en los mercados.

f) *Otras reformas.* Se han formado grupos para revisar y proponer reformas en los sistemas de pagos y principios por los que debe regirse, con el objetivo de garantizar un funcionamiento seguro y eficiente de éstos. Otros estudios están en curso con objetivos diversos como el relativo a los riesgos bancarios derivados de sus relaciones con empresas financie-

42 La Comisión de Naciones Unidas sobre Leyes Comerciales Internacionales (*UNCITRAL* por sus siglas en inglés), el Banco Mundial y la Asociación Internacional de Tribunales.

43 Promover la operación de leyes de insolvencia confiables e incentivos para los deudores y acreedores para utilizar los mecanismos de insolvencia. Además, el FMI está preparando un informe sobre procedimientos de insolvencia ordenada y efectiva. El BM intenta usar este reporte en sus esfuerzos de guía para crear efectivos regímenes de insolvencia para los países en desarrollo en donde participará la Comisión de Naciones Unidas. El Comité de Derechos de los Acreedores e Insolvencia de la Asociación Internacional de Tribunales está desarrollando un Código de Insolvencia, el cual puede proveer un modelo para los países que están en el proceso de reformar y modernizar sus leyes de insolvencia.

ras altamente apalancadas, el impacto de las actividades de los centros financieros *off-shore*, los riesgos de la eventual extrema volatilidad de los flujos de capital y del endeudamiento de corto plazo.⁴⁴

Multitud de grupos de trabajo y de foros se han formado; sin embargo, se avanza muy lentamente en la construcción institucional, y en realidad parece ser el deseo general instrumentar una reforma solamente a través de reajustar el marco institucional sin cambios significativos. La participación de los países de los mercados emergentes, siendo los que padecen las más graves consecuencias económicas de las sucesivas crisis financieras y los que en gran medida deben instrumentar las transformaciones normativas en sus sistemas financieros, continúa en gran medida limitándose a recibir e instrumentar el cúmulo de propuestas de reforma.

Las acciones y recomendaciones en torno a la nueva arquitectura incluyen temáticas de gestión económica más amplias que aquellos que tradicionalmente se incluían en las acciones del FMI y del BM. La consideración de problemas por ejemplo de buen gobierno o principios de políticas sociales o gobierno corporativo o leyes de quiebra o tribunales especiales para bancarrotas, dibuja la presencia de una percepción, entre los distintos actores, de la necesidad de reestructurar la vida institucional económica, pero también política y social, especialmente de las economías de los mercados emergentes.

En gran medida el problema fundamental subyacente, que a través de las reformas incluidas en la nueva arquitectura se pretende enfrentar, es el problema de la deuda externa. Así, en el más reciente informe del Grupo de Trabajo⁴⁵ constituido por la presidencia estadounidense para señalar cuáles reformas deben emprenderse para “salvaguardar la prosperidad en el sistema financiero global”, emitió siete recomendaciones sustantivas:

44 Por ejemplo, el Foro de Estabilidad Financiera, formado en 1999 con autoridades nacionales de los países del G-7 y de autoridades internacionales responsables de cuestiones sobre estabilidad financiera y representantes de grupos regulatorios internacionales. El Banco Mundial prepara lo que se considera podrían ser los principios generales en buenas prácticas en políticas sociales, mientras que su presidente ha señalado que la nueva arquitectura financiera internacional debe ser acompañada de una nueva arquitectura para el desarrollo.

45 Informe de la “Independent Task Force” auspiciado por el Consejo sobre Relaciones Exteriores.

Hills, Carla *et al.*, “Safeguarding the Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture”, *Report of an Independent Task Force*, auspiciado por el Council on Foreign Relations. Publicado por el Instituto de Economía Internacional, septiembre de 1999.

1. El FMI debe prestar en términos más favorables a los países que vayan tomando medidas efectivas para reducir su vulnerabilidad y debe publicar sus evaluaciones sobre estas medidas para que el mercado las conozca.

Por su parte, las economías emergentes deben mantener su casa en orden, deben emprender una serie de políticas económicas y de reformas estructurales: políticas macroeconómicas sanas, incluyendo evitar grandes déficit presupuestales; una administración prudente de la deuda que no permita pasivos líquidos de los sectores público y privado por encima de sus activos líquidos (reservas); y desalentar grandes desequilibrios monetarios (*currency mismatching*); evitar también grandes déficit en cuenta corriente, y monedas sobrevaluadas; mantener un sistema financiero fuerte y bien regulado que cumpla con los estándares internacionales.

2. El FMI debe supervisar a las economías emergentes con sistemas financieros frágiles, que deben tomar medidas fiscales transparentes y no discriminatorias para desalentar las entradas de capital de corto plazo y fortalecer aquellos flujos menos presentes en las crisis como los flujos de largo plazo como la IED. Imponer este tipo de gravamen sobre las entradas de capital de corto plazo hasta que éstas tengan la habilidad de intermediar dichos flujos de manera fuerte y retirarlos pues son medidas que suelen desgastarse con el tiempo y perder efectividad.

Además, las medidas deben ser transparentes y diseñadas no para impedir la entrada de instituciones financieras extranjeras. No deben imponerse controles o impuestos sobre las inversiones de largo plazo, pues las alejan.

3. Todos los países del Grupo de los 7 deben incluir “cláusulas de acción colectivas” en los contratos de bonos soberanos de los países emergentes. Además, en casos extremos en los que sea necesario reestructurar la deuda privada, el FMI deberá proveer soporte financiero solamente a los países deudores que se comprometan de buena fe en las discusiones de reestructuración con sus acreedores privados y debe también estar preparado para dar soporte temporal para enfrentar pagos de deuda.

El FMI debe también impulsar a las economías emergentes para que implementen sistemas de seguro de depósitos limitados, que impongan los costos de las quiebras bancarias sobre los accionistas y acreedores privados no asegurados.

Reducir el riesgo sistémico e impulsar la disciplina de mercado evitan do el riesgo moral que se ha propagado a través de los sucesivos rescates.

4. El FMI y el G-7 deben firmemente advertir a las economías emergentes que no financiarán la defensa de tipos de cambio fijos. Se considera que una de las principales acciones para reducir el riesgo de crisis es una política cambiaria de las economías emergentes correcta. Evitar sobrevaluaciones, evitar tasas fijas, la recomendación debe de ser “flotación administrada”.

5. Para los países en crisis, el FMI debe ajustarse a los límites normales de préstamo y debe abandonar los paquetes de rescate. Para el caso de crisis sistémicas que puedan afectar al sistema monetario internacional el FMI puede recurrir a la emisión de DEG. Sin embargo, el FMI debe manejarse con sus líneas de crédito existentes cuando los problemas son mayormente responsabilidad del país; y, puede utilizar fondos especiales, de contagio, cuando el país es una víctima inocente. Una clara definición del acceso a los préstamos del FMI se considera es la base para evitar que se presente nuevamente el riesgo moral.

6. El FMI debe enfocarse sobre las políticas monetaria, fiscal, de tipo de cambio y del sector financiero y no en las reformas estructurales de largo plazo; debe concentrarse en acciones para prevenir las crisis y debe normalmente prestar menos. El Banco Mundial debe enfocarse en la reforma estructural de largo plazo, sin involucrarse en los rescates o en la administración de las crisis. Debe diseñar redes de seguridad social, la pobreza y reformas sociales.

7. Debe realizarse una conferencia global de ministros o de jefes de Estado para ofrecer el apoyo necesario para alcanzar el consenso sobre las prioridades y la agenda específica de acciones que los países deben de tomar para fortalecer sus sistemas financieros nacionales.

Es claro en este informe que la prosperidad del sistema financiero global depende de una nueva arquitectura financiera internacional que se levanta sobre las instituciones de BW y que deberá transformar tanto los sistemas financieros de las economías en desarrollo, como sus mercados, políticas públicas y sistemas de gobierno, a través de instrumentar las recomendaciones del FMI y del BM, al continuar y profundizar las libertades de mercado.⁴⁶

La nueva arquitectura financiera en esta perspectiva avanza a través de programas y acciones que se convierten en compromisos de los países en desarrollo con el FMI, el cual es la entidad que puede hacer obligatorias las recomendaciones, acuerdos y convenios alcanzados en los distintos grupos.⁴⁷

46 Aquí, la disciplina de mercado significa que aquellos países que finalmente caen en crisis, a pesar de la atenta vigilancia y sucesivas recomendaciones del FMI, deben “poner en orden su casa” y por tanto instrumentar políticas contraccionistas cuyos principales costos recaen sobre la población más desprotegida.

47 Por ejemplo, cuando establece los criterios de elegibilidad para las líneas de crédito contingente: “El miembro debe satisfacer los siguientes criterios en el momento en que se apruebe un desembolso de una línea de crédito contingente: las políticas previas y los planes de políticas futuras deben ser tales que se considere poco probable requerir de mayores recursos. El miembro no debe de

Se concibe así prevenir o evitar crisis bancarias, cambiarias o de deuda a través de una nueva arquitectura que se sustenta en reformar a los países emergentes, cuando los mayores mercados financieros se encuentran en los países desarrollados, cuando las operaciones, la innovación y las empresas financieras más importantes, se encuentran y operan primordialmente en los países del Grupo de los Siete, y de éstos, ocupando un lugar destacado Estados Unidos.⁴⁸

La libertad financiera; es decir, crediticia, bursátil y cambiaria, es todavía un objetivo estratégico de las autoridades económicas y de las firmas financieras estadounidenses. El control sobre los flujos de capital, los controles cambiarios, la fijación cambiaria y en general cualquier restricción a la libertad de los movimientos de capital (especialmente vinculados a otras monedas relativamente fuertes) son inaceptables.

Por ello, una nueva arquitectura procedente del marco de intereses estratégicos actuales de Estados Unidos no puede enfrentar algunos de los problemas fundamentales que explican la vulnerabilidad y fragilidad financiera imperante, por ejemplo:

- El endeudamiento externo de las economías en desarrollo que, a pesar de las sucesivas renegociaciones y refinanciamientos, continúa representando una carga incompatible con el desarrollo.
- Los flujos de capital que han sido un elemento de desestabilización y detonador de las crisis financieras, además de que no han sido una fuente de financiamiento en las economías que les reciben.
- La volatilidad cambiaria presente, incluso entre las monedas de las mayores economías. Se mantiene la firme convicción de la libre convertibilidad, aún cuando las sucesivas crisis financieras han mostrado la necesidad de prácticas regulatorias para la estabi-

estar enfrentando un contagio relacionado con dificultades en su balanza de pagos. Los resultados económicos deben haber sido evaluados positivamente por el Consejo Ejecutivo... y sus políticas deben haber continuado siendo evaluadas favorablemente. En la evaluación de los resultados económicos de los miembros se tomarán en cuenta los progresos alcanzados por los miembros en adherirse a los más importantes estándares aceptados internacionalmente. Los miembros deben tener relaciones constructivas con los acreedores privados y deben haber hecho progresos satisfactorios en limitar la vulnerabilidad externa a través de administrar el nivel y la estructura de sus deudas externas y sus reservas internacionales...". Fondo Monetario Internacional, *Report of the Managing Director to the Interim Committee on Progress in Strengthening the Architecture of the International Financial System*, 24 de septiembre de 1999. "Eligibility Criteria for the IMF's Contingent Credit Line (CCL)", información en línea.

48 O como se dice: es más fácil ver la pestaña en el ojo ajeno que la viga en el propio.

lización cambiaria, cuando los niveles inflacionarios se han estabilizado.

- La insistencia en la transparencia no ha sido tan amplia como para regular (o invitar a suscribir convenios) la actividad financiera en los centros extraterritoriales *off-shore* que continúan siendo administradores de fortunas en búsqueda de discreción o incluso de refugio de fondos procedentes de actividades ilícitas, aun cuando se reconoce que lesionan gravemente la estabilidad financiera.⁴⁹

Otros estudios y propuestas para emprender una reforma a la arquitectura financiera, sin embargo, con menor incidencia en la política internacional pueden considerarse brevemente. Por ejemplo, un reciente estudio de un grupo de trabajo de las Naciones Unidas⁵⁰ señala que existe una enorme discrepancia entre el mundo financiero cada vez más sofisticado y dinámico, con carteras financieras globalizadas y la ausencia de un marco institucional capaz de regularlo. De ahí que insiste en tomar medidas urgentes tales como:

1. Las economías industrializadas deben adoptar políticas fiscales expansionistas y permitir la presencia de déficit comerciales con las economías en desarrollo.
2. El FMI debe contar con mayores recursos, utilizando los fondos de contingencia antes de que se acaben las reservas de los países afectados, los cuales deben adoptar medidas de ajuste que den particular énfasis a la distribución equitativa de los costos del ajuste. El FMI debe mantener una supervisión eficaz de las políticas económicas advirtiendo de casos de desaceleración del crecimiento o de desempleo, como también de presiones inflacionarias y deterioro de los equilibrios externos.

49 Aunque niega el valor de la transparencia, la comunidad financiera por todo el mundo continúa convencida de las virtudes del “secreto bancario”.

50 Una propuesta de reforma más profunda a la arquitectura financiera internacional, puede encontrarse en: Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas, *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*, 21 de enero de 1999. Información en línea; para una propuesta de reforma de las relaciones financieras internacionales puede verse: Correa, Eugenia *et al.* (coords.), *Globalidad y reforma al sistema monetario internacional*, México, Miguel Porrúa Editores, 1999; y finalmente para una lectura crítica de las reformas emprendidas puede verse el trabajo de Mayer, Martin, *Risk Reduction in the New Financial Architecture: Realities, Fallacies, and Proposals*, Brookings Institution, 1999, en línea.

3. Reforzar la coherencia de las políticas macroeconómicas de los países industrializados, con un nuevo diseño de instituciones y políticas internacionales para mantener a estas economías en un punto cercano al pleno empleo y con estabilidad de precios.
4. La provisión adecuada de liquidez internacional en casos de crisis podría por el momento quedar en manos del FMI, en tanto que éste evite medidas de sobreajuste, los nuevos mecanismos de financiamiento compensatorio y de contingencia deben utilizarse permitiendo a los países disponer de recursos en una proporción mucho mayor a la actual, sentando las bases para un servicio estable y de baja condicionalidad para los países afectados por el contagio; definiendo de antemano los requisitos para optar por ellos. No debe extenderse la condicionalidad a áreas relacionadas con las estrategias e instituciones de desarrollo económico y social.
5. Adoptar códigos internacionales de conducta en materia fiscal, monetaria y financiera, principios adecuados para el manejo corporativo, estándares contables y mayor transparencia de la información y mejores supervisión y regulación financieras. Todo ello incluido en normas internacionales que permitan combatir el lavado de dinero, la evasión tributaria y la corrupción. De manera que respondan adecuadamente a mercados globalizados de capital y de crédito.
6. Se recomienda crear una autoridad financiera mundial o un Comité Permanente de Regulación Financiera Mundial, que formule normas internacionales, con la participación del mayor número de países. Las normas deben abarcar también a los inversionistas institucionales y a los centros financieros *off-shore*.
7. La clasificación del riesgo soberano debe someterse a parámetros estrictos y objetivos y del conocimiento público.

Por cuanto a la regulación sobre los flujos de capital, este grupo de trabajo de las Naciones Unidas señala que los diversos instrumentos para su regulación deben ser considerados como permanentes, aunque ajustables, entre otros apunta los siguientes:

- a) Debe propiciarse la autonomía de las economías en desarrollo y en transición en el manejo de la cuenta de capitales. La mayoría de los países industrializados han tenido en su historia extensos periodos

de control de capitales y su liberación ha sido muy gradual en las últimas décadas. La liberalización financiera en estos países debilita o destruye la solidez de sus sistemas financieros. Los ciclos de auge y colapso se vinculan a los flujos de capital, no sólo por su magnitud sino también por su composición.

- b) Los países en desarrollo y las economías en transición deben conservar su derecho a desincentivar o controlar la entrada y salida de capitales, entre ellas: la imposición de encajes a las entradas de capital de corto plazo; diversos impuestos; requisitos sobre plazos mínimos o de liquidez a los bancos de inversión y fondos mutuos; regulaciones prudenciales sobre las instituciones financieras nacionales tales como encajes o requisitos de liquidez, límites a los precios de los activos en garantía.
- c) Es un complemento necesario garantizar un adecuado manejo de la estructura de plazos del endeudamiento externo (e incluso interno) del sector público.

En relación con el servicio de la deuda externa de los países en desarrollo y las economías en transición señala que deben incorporarse disposiciones que permitan, con la anuencia internacional, suspender el servicio de la deuda externa, como alternativa a la fuga desordenada de capitales que no sólo afecta a los países deudores, sino también a la mayoría de los acreedores.⁵¹ Un marco normativo y legal para estas suspensiones que permita tanto la obligatoria participación de los acreedores en la reprogramación, como un plazo determinado para su realización.

Un trabajo no tan reciente, el informe de la Comisión sobre Comercio y Desarrollo de las Naciones Unidas, señala la conveniencia de instrumentar controles a los flujos de capital desde sus fuentes, es decir en los propios mercados de los países desarrollados y sus empresas financieras, como por ejemplo requerimientos de reservas líquidas ponderadas por el riesgo sobre los fondos mutuos o sobre el crédito bancario externo.⁵² Acerca de los controles, o la administración de un país sobre sus activos y pasivos externos, el citado documento señala que éstos pueden adquirir muy diversas modalidades, por ejemplo reservas especiales sobre los pa-

51 El marco legal para ello puede encontrarse en las disposiciones del artículo VIII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. *Idem*.

52 Muchas otras propuestas en este sentido pueden encontrarse en: UNCTAD, *Trade and Development Report, 1998*, Ginebra, septiembre de 1998, pp. 98-105.

sivos bancarios con no residentes, o restricciones sobre los activos y pasivos bancarios netos en moneda extranjera; controles a la entrada de inversión extranjera directa y de cartera a través de licencias, topes a la participación accionaria en empresas domésticas, permisos para la emisión y colocación en mercados internacionales; controlar el nivel de préstamos en moneda extranjera de las empresas nacionales, etcétera.⁵³

VI. REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL: UNA AGENDA DE COOPERACIÓN MONETARIA Y FINANCIERA

Así, por lo antes dicho, puede sostenerse la idea de que existen los medios y recursos institucionales necesarios para instrumentar legítimamente controles de capital, desde los mercados de los países industrializados y también en los países en desarrollo. Sin embargo, la insistente defensa de la libertad financiera, pareciera sostenerse en el interés de fortalecer un mundo financiero unipolar, con libertad para la rápida consolidación financiera y la competencia financiera conglomerada, en donde los procesos de inversión, ahorro y consumo quedan sujetos a los términos del poder de mercado de un reducido grupo de firmas financieras globales.

Desde la perspectiva del presente trabajo, una nueva arquitectura financiera internacional requiere del fortalecimiento de la cooperación entre los Estados nacionales que permita la construcción institucional reguladora de los mercados y de las firmas conglomeradas.

El tema de la Cooperación Monetaria no ha sido del interés de las autoridades financieras en la región del TLC. Ni siquiera en el curso de las negociaciones de este acuerdo se consideró pertinente incluirlo. Se llegó a señalar que cualquier medida en este sentido contravendría las bases jurídicas mismas de cuando menos México y Estados Unidos. De manera que se consideró que simplemente trabajando algunos aspectos de coordinación monetaria entre la Reserva Federal y el Banco de México sería posible una relación de mercado estable y próspera. Sin embargo, la crisis de 1994 y la sucesiva vulnerabilidad financiera ponen en evidencia la necesidad de avanzar en la perspectiva de prevenir nuevos episodios de

53 El citado informe señala que la libertad en los movimientos de capital no fue un principio en los artículos del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. Bajo el artículo VI, sección 3, los miembros explícitamente acordaron el derecho a regular los movimientos de capital internacionales en tanto estos controles no restrinjan las transacciones corrientes. *Ibidem*, p. 104.

crisis financieras, a través de la construcción de arreglos monetarios y financieros que posibilite enfrentar nuestros comunes problemas.

Considerando que el objetivo central de una agenda de discusión tri-lateral para la Cooperación Monetaria y Financiera en el TLC es la expansión de las capacidades productivas y del empleo en cada país de manera estable, sostenida y de largo plazo, los siguientes podrían ser algunos de los más importantes puntos de la citada agenda:

- Un acuerdo entre las autoridades monetarias de los tres países para establecer tipos de cambio entre las tres monedas ajustables (en función de los niveles esperados de inflación, crecimiento de la productividad y posición comercial), anunciando previamente los tipos de cambio objetivos, y el compromiso común de intervención para mantenerlos. Esto es, adoptar tipos de cambio fijos pero ajustables de manera previsible.
- Un acuerdo para posibilitar que las empresas no financieras de México mantengan una composición de pasivos en moneda extranjera limitada a un cierto porcentaje; se propone que éste no sea superior al 20% (en función de la composición importada de sus activos físicos). Tomando en cuenta un cierto periodo para el ajuste necesario.
- Un acuerdo para posibilitar que las empresas financieras en México, sean éstas sucursales o filiales de empresas extranjeras o mexicanas, mantengan una posición en pasivos en moneda extranjera no superior al 20% de su cartera total, y que ésta se encuentre equilibrada monetariamente con sus activos (ello en función de los servicios financieros que deben otorgar).
- Un acuerdo para la reestructuración de la deuda pública externa de México que posibilite, a través del otorgamiento de garantías por la Reserva Federal, que los títulos resultado de su redocumentación comprometan una tasa de interés de un punto porcentual por encima del ritmo inflacionario estadounidense.
- Un acuerdo para el intercambio de información sobre los depósitos de no residentes, con objetivos de transparencia fiscal y para buscar frenar el lavado de dinero procedente de actividades ilegales.
- Un acuerdo que posibilite avanzar hacia el equilibrio fiscal regional, con metas específicas en cada una de las etapas para la con-

vergencia fiscal, lo que contribuiría a elevar los ingresos fiscales del gobierno mexicano (actualmente el 11% del PIB).

- Un acuerdo que permita, reconociendo las actuales asimetrías económicas regionales, que México mantenga un déficit fiscal anual del orden de 4 puntos porcentuales del PIB por encima del proyectado para los otros dos países del TLC.
- Fortalecer con mayores recursos al Banco de Desarrollo del TLC con el objetivo de financiar proyectos de inversión con cooperación regional. En el cual, las aportaciones de Estados Unidos y del Canadá sean canalizadas a la compra de la maquinaria y equipo imprescindible para su ejecución. De esa manera, las industrias productoras de dichos bienes ganarán un mayor dinamismo, mientras que México, con un menor desarrollo relativo podrá modernizar algunos sectores productivos.
- Un acuerdo para la estabilización de los flujos financieros que incluya medidas comunes para desalentar los movimientos especulativos de capital y la afluencia de capitales golondrinos. Controlar los movimientos de capital en la zona del TLC es necesario, especialmente porque es difícil para un solo país en lo individual realizarlo. Por ello es necesario que las autoridades financieras estadounidenses controlen el alto nivel de riesgo en que se colocan sus inversionistas institucionales.⁵⁴

Con seguridad una agenda de discusión para la cooperación monetaria y financiera en el TLC deberá de incluir otros asuntos. Sin embargo, regular a los inversionistas institucionales estadounidenses y evitar que se coloquen en posiciones de alto riesgo es una tarea apremiante y seguramente muy difícil desde el punto de vista político en virtud del alto grado

54 Barry Eichengreen y Donald Mathieson señalan que: “Desde una perspectiva internacional, una cuestión vital es si realmente los fondos de cobertura desestabilizan los mercados cambiarios. Un punto clave es si los fondos de cobertura que intercambian en los mercados de divisas ha adquirido un papel importante como conductores en el comportamiento de manada de los inversionistas, que algunas veces caracteriza a estos mercados. Otro asunto es si es que los fondos de cobertura están más o menos deseosos que otros inversionistas institucionales de unirse en un movimiento generalizado contra una moneda debilitada. Al inicio de 1998 sobre un capital de casi 4.8 mil millones de dólares, LTCM administraba posiciones en balance que totalizaban 120 mil millones de dólares, que implica en promedio unas 25 veces su capital. Al mismo tiempo, LTCM estaba administrando un total de 1.3 billones de dólares, en valor bruto nacional, en instrumentos derivados en el mercado privado, *total gross notional off-balance-sheet derivative contracts*, en “Hedge Funds: What Do We Really Know?”, *Social Science Research Network*, en línea.

de concentración existente en este mercado y la enorme cantidad de recursos de que disponen.

Fortalecer el peso mexicano no tiene únicamente un objetivo nacionalista o de soberanía, su fortaleza permitirá entre otras cuestiones:

1. Sanear las finanzas públicas debilitadas tanto por la escasa tributación, como por la presencia de elevadas tasas de interés en el mercado nacional y el alto *spread* pagado por la deuda externa, vinculado justamente a la incertidumbre cambiaria.
2. Sanear el sistema financiero que opera en pesos en el mercado nacional, posibilitando un manejo adecuado de su balance en moneda extranjera.
3. Estabilizar las expectativas para los inversionistas nacionales y de toda la región del TLC.
4. El avance en el saneamiento de las finanzas públicas de México y la construcción de los mecanismos para la convergencia fiscal, permitirán disponer de recursos, de manera sana, para enfrentar los programas necesarios para el crecimiento del empleo y de la productividad.

VII. UN CONTROL SOCIAL SOBRE LA CREACIÓN DE LIQUIDEZ INTERNACIONAL CON PATRONES MONETARIOS NACIONALES LIMITADOS

Si bien la cooperación monetaria y financiera entre México y Estados Unidos, sea en el marco del TLC o no, es importante para alcanzar una regulación efectiva sobre los flujos de capital, también es necesario avanzar hacia un control social de la creación de liquidez internacional, con la presencia de patrones monetarios y de relaciones crediticias internacionales reguladas. Nuevamente uno de los principales obstáculos al avance de cualquier propuesta de regulación financiera internacional es la propia política de Estados Unidos. Tanto para la estabilización financiera mexicana, como para la estabilización financiera internacional, Estados Unidos parece ser un actor económico y político fundamental, en tanto que su moneda, su política financiera y sus intermediarios financieros avanzan hacia la presencia de un mundo financiero unipolar.

De la discusión de las experiencias de las crisis financieras recientes, puede concluirse que la regulación sobre los flujos de capital, solo puede

alcanzar sus objetivos de estabilización y es viable si se acompaña de un descenso significativo del servicio de la deuda externa. Cada día se reconoce en los distintos ámbitos de discusión el hecho de que el problema subyacente en las crisis financieras es el problema del endeudamiento externo de las economías en desarrollo.

Las profundas transformaciones en la economía y de los mercados financieros en los últimos treinta años permiten identificar los dos grandes procesos que llevaron a la ruptura de las estructuras financieras nacionales: la desregulación (libertad en las tasas de interés y de movimientos de capital) y la conglomeración de los activos.

La historia de las crisis bancarias y financieras muestra que los términos en que, en su curso, se resuelva el conflicto entre prestamistas y prestatarios, crédito y ganancia, establecen los parámetros futuros que posibilitan o entorpecen el flujo de financiamiento del desarrollo. Los arreglos institucionales que abran espacios rentables a la producción financiada de manera eficaz (oportuna, suficiente y de bajo costo), en particular en aquellos sectores económicos que juegan un papel fundamental en la creación de empleo y elevación del consumo, pueden configurar un círculo virtuoso de inversión-consumo que amplía las capacidades productivas.

Algunas innovaciones sociales en la construcción institucional de la sociedad podemos esperar el siglo que inicia, probablemente cuando la nueva arquitectura hasta ahora diseñada empiece a mostrar sus límites. Podrá avanzarse hacia una nueva estructura financiera que reconstruya las relaciones entre banca, industria y Estado. Una nueva relación de propiedad y de participación de la sociedad en las empresas, en los bancos y en las decisiones de la política económica.

Las empresas conglomeradas y altamente concentradas requieren de regulaciones. Éstas podrán desarrollarse en tanto que las sociedades entiendan y sean capaces de ejercer su interés común sobre el interés particular de un reducido grupo de accionistas o de un pequeño grupo de gerentes deseosos de elevar sus dividendos o bonos, aun a costa del desempeño económico de las empresas, del desempeño productivo, de creación de empleo y de compromiso con la ciudad, región o país donde se encuentran, sobre la ecología, etcétera.

Asimismo puede esperarse alcanzar una participación justa y equitativa en la gestión de las relaciones financieras internacionales entre las naciones. Entre otros asuntos, las relaciones cambiarias y financieras. El dinero, la producción de medios de pago, de intercambio y de acumulación

de riqueza no pueden continuar siendo gestionados por manos privadas y conglomeradas. Su interés social es tan enorme que requiere de una gestión social sobre su creación y distribución. Ello implica que la banca de depósito pase a regirse bajo nuevas formas de control social. De manera que la expansión de medios de pago quede supeditada a los objetivos de ampliación de las capacidades productivas con estabilidad cambiaria y de precios.

Producción de dinero, equivalente general de nivel nacional, regional e internacional con la participación de la representación de cada una de las naciones que se benefician o perjudican con su expansión o restricción. En manos privadas y con elevada conglomeración ha llevado al cambio en la propiedad de los activos, a la destrucción de parte de los aparatos productivos locales y especialmente a la imposibilidad de ampliar las capacidades productivas y el empleo. Empleo y creación de medios de pago bajo la gestión de formas institucionales más democráticas podría ser una de las resultantes del cambio social del nuevo siglo.

La expansión económica basada en la universalización del trabajo asalariado se tropieza en nuestros días con la imposibilidad de emplear rentablemente a una parte importante del mundo. El mundo del trabajo asalariado parece reducirse (con relación al mundo de pueblos y regiones excluidos del empleo y del consumo). La globalización financiera ha resultado una mezcla de grandes flujos de capital y desempleo que se delata explosiva si consideramos el número de guerras que se inician cada año, el número de refugiados e inmigrantes que se agregan a la estadística, la ampliación de la pobreza y en general las muy diversas formas de expresión del descontento. De ahí la importancia de la gestión social en la creación de medios de pago en donde cada Estado nacional sostenga su posición en el contexto internacional a través de consolidar su gestión sobre su moneda y su crédito.

VIII. BIBLIOGRAFÍA

- BERNIS, Gerard de, “Se puede pensar en una periodización del pensamiento económico”, *Problemas del desarrollo*, vol. 28, núm. 110, julio-septiembre de 1997.
- CORREA, Eugenia, “Liberalización y crisis financiera”, *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 1, enero de 1999.

- , “Inversionistas institucionales en un mercado financiero global”, en Mantey, Guadalupe y Levy, Noemí (comps.), *De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el sudeste asiático*, UNAM, DGAPA y ENEP Acatlán.
- , “Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana”, *Revista Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior, abril de 1996.
- , “Conglomeración y reforma financiera”, *Revista Comercio Exterior*, Banco Nacional de Comercio Exterior.
- , *Crisis y desregulación financiera*, México, Siglo XXI Editores, 1998.
- , *Los mercados financieros y la crisis en América Latina*, México, UNAM-Instituto de Investigaciones Económicas, 1992.
- , GIRÓN, Alicia, MARTÍNEZ, Ifigenia (coords.), *Globalidad y reforma al sistema monetario internacional*, México, Miguel Ángel Porrúa Editor, 1999.
- GIRÓN, Alicia, “Mutaciones financieras y crisis bancarias en el sudeste asiático”, *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 1, enero de 1999.
- , “Globalización financiera y mercados contestatarios”, en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (coords.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, DGAPA y El Caballito, 1998.
- HILLS, Carla *et al.*, “Safeguarding the Prosperity in a Global Financial System. The Future International Financial Architecture”, *Report of an Independent Task Force*, auspiciado por el Council on Foreign Relations, publicado por el Instituto de Economía Internacional, septiembre de 1999.
- KREGEL, Jan, “Flujos de capital, banca mundial y crisis financiera después de Bretton Woods”, *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 1, enero de 1999.
- LINDGREN, Carl-Johan *et al.*, *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, Washington, Fondo Monetario Internacional, 1996.
- MANTEY, Guadalupe, “Experiencias de la crisis mexicana y tailandesa en los noventa”, *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 2, febrero de 1999.
- , “Efectos de la liberalización financiera en la deuda pública de México”, en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (coords.), *Crisis financie-*

- ra: mercado sin fronteras*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, DGAPA y El Caballito, 1998.
- MARTÍNEZ, Ifigenia, “Hacia una solución integral al problema de la deuda externa: una propuesta”, en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (coords.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, DGAPA y El Caballito, 1998.
- MAYER, Martin, *Risk Reduction in the New Financial Architecture: Realities, Fallacies, and Proposals*, Brookings Institution, 1999, en línea.
- TAVARES, Maria de Conceicao y Fiori, José Luis (coord.), *Poder e dinheiro. Una economía política de la globalización*, Petrópolis, Ed. Vozes, 1997.
- UNCTAD, *Trade and Development Report, 1998*, Ginebra, septiembre de 1998.
- VIDAL, Gregorio, “Las transformaciones en los mercados de capital y el desarrollo de la crisis”, *Revista Comercio Exterior*, México, Banco Nacional de Comercio Exterior, vol. 49, núm. 2, febrero de 1999.
- , *Grandes empresas, economía y poder en México*, México, Plaza y Valdez Editores y UAM-I, 2000.
- , “Mercados internacionales de capital e inestabilidad financiera”, en Girón, Alicia y Correa, Eugenia (coords.), *Crisis financiera: mercado sin fronteras*, México, UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas, DGAPA y El Caballito, 1998.