

“El sistema financiero internacional.

Consideraciones sobre el reto de insertar a las economías pequeñas al mercado mundial de capitales”.

Introducción.

En 1994-95, la economía mexicana asistió a otra crisis financiera que se generó por la conjunción de factores adversos de tipo económico y social, entre los cuales destacaron: la combinación del desequilibrio de la balanza de cuenta corriente con la apreciación del tipo de cambio real, el exceso de crédito privado interno y diversos descontentos de carácter social. Ante este desequilibrio, prácticamente todos los sectores económicos se vieron afectados, en especial, el financiero que se deterioró como producto del quebranto de prácticamente la totalidad de la red bancaria nacional.

A partir de 1995, las autoridades económicas del país han puesto en marcha diversos esquemas buscando reestructurar el sistema bancario nacional, entre los que destacan los programas de rescate a deudores de la banca y los programas de capitalización bancaria. Todas estas medidas financieras han logrado una recuperación de la banca nacional, aunque ésta ha sido lenta y con elevados costos económicos, sociales y políticos.

El rescate bancario en México es un tema de actualidad que aún está vigente en la agenda legislativa del país. Recientemente, el Ejecutivo Federal ha enviado algunas iniciativas de ley para capitalizar este importante sector de la economía nacional, por lo cual, se han producido y se seguirán elaborando estudios respecto a esta temática.

Este trabajo, elaborado por la División de Economía y Comercio del Sistema de Investigación y Análisis, es el primero de una serie de investigaciones que tratarán la problemática del sistema financiero mexicano. En especial, este tiene una visión general, los siguientes serán puntuales en el análisis del quebranto bancario del país.

La investigación se centra en las ventajas y las desventajas de insertar el sistema financiero local de una economía pequeña y abierta al mercado mundial de capitales. Particularmente, respecto a las desventajas, se proporcionan algunas recomendaciones de carácter preventivo y/o correctivo para que éstas economías enfrente eficientemente el proceso de integración financiera.

La investigación fue inspirada en el razonamiento de que las medidas financieras preventivas o correctivas que ponen en práctica las economías pequeñas y abiertas que enfrentaron una crisis bancaria¹ son insuficientes, puesto que el sistema financiero internacional es altamente volátil, exponiendo a cualquier sistema financiero local al

¹ También puede ser aplicada a una economía sana.

contagio endémico. Por esta razón se reconoce la necesidad de impulsar un sistema monetario internacional que sea capaz de estabilizar las finanzas internacionales.

Para elaborar este trabajo se desarrollaron cuatro apartados, los cuales se exponen brevemente.

En el primero, se hace una revisión de algunas características de la globalización económica, la cual se dividió en comercial, financiera y laboral. Asimismo, el proceso de integración se clasificó en cinco etapas, a saber: club de comercio preferencial, área o asociación de libre comercio, unión aduanera, mercado común y la unión económica.

En el segundo, se estudió el sistema financiero internacional, encontrándose que éste se hizo altamente volátil a partir del abandono del patrón monetario de Bretton Woods, lo que implicó que la política cambiaria fija se sustituyera por la flotante, generando que las tasas de interés también se flexibilizaran. Esto fomentó la inversión especulativa. Este esquema se agudizó con la carencia de un sistema monetario mundial que ha provocado que el dinero en circulación supere la producción manufacturera. Se llama la atención en el sentido de crear un patrón monetario internacional que sea capaz de estabilizar las tasas de interés de los diferentes países del mundo así como eliminar el exceso de liquidez internacional.

En el tercero, se hace un estudio de las bondades y desventajas de insertar el sistema financiero de un país tomador de precios al mercado mundial de capitales. La principal bondad radica en la sustitución de la tasa de interés local por la mundial. Respecto a las desventajas, sobresale el problema del sobrecalentamiento, la volatilidad y la vulnerabilidad macroeconómica. Simultáneamente, en lo referente a las desventajas se proporcionan recomendaciones de política económica para estabilizar los sistemas financieros locales.

En el cuarto, se profundiza en lo relacionado con las recomendaciones para prevenir o corregir una crisis de esta naturaleza, se analiza el modelo de FitzGerald y el papel que debe tener el Fondo Monetario Internacional frente a las crisis financieras; el impuesto Tobin como una medida preventiva y el modelo de Stiglitz & Weiss que aborda el problema de la información asimétrica.

Resumen Ejecutivo.

En este trabajo se aborda la problemática del sistema financiero internacional, se destaca que éste es altamente volátil debido a la inestabilidad de las tasas de interés internacionales y al exceso de liquidez mundial. Esta situación obliga a las economías pequeñas y abiertas a realizar aperturas financieras ordenadas para evitar los problemas de sobrecalentamiento, vulnerabilidad y volatilidad macroeconómica.

En la investigación, se encuentran diversas propuestas -aplicables a las economías pequeñas y abiertas- para prevenir los desequilibrios macroeconómicos generados por la entrada masiva de inversión extranjera. Estas son de dos tipos: las preventivas y las correctivas.

Dentro de las primeras, se destaca el eficiente manejo de los fundamentales macroeconómicos (política fiscal, política monetaria, sector externo, tipo de cambio, tasas de interés, etc.), así como “el Impuesto Tobin”.

Dentro de las segundas, se encuentra la propuesta de FitzGerald, quién sostiene que el Fondo Monetario Internacional debe tener una participación más activa en la prevención y corrección de las crisis financieras. También se aborda el problema de la corrección de la asimetría de la información, este problema se analiza a través del modelo de Stiglitz & Weiss.

Finalmente, la principal ventaja que tiene una economía pequeña y abierta que participa en el mercado mundial de capitales es el abaratamiento del crédito interno a través del mecanismo de sustitución automática de la tasa de interés local por la mundial, sin embargo, para que esta regla se cumpla, es necesario que el Estado no distorsione la asignación de los recursos financieros.

“El sistema financiero internacional.

Consideraciones sobre el reto de insertar a las economías pequeñas al mercado mundial de capitales”.

Indice.

	Pags.
Resumen Ejecutivo.	
Introducción.	
1. El proceso de globalización de la economía mundial.	1
2. El sistema financiero mundial.	2
3. Bondades y riesgos de la integración financiera en los países tomadores de precios.	5
3.1. Bondades de la Integración Financiera.	5
3.2. Riesgos de la Integración Financiera.	6
4. Recomendaciones adicionales para minimizar los riesgos de la integración financiera.	9
4.1. La Propuesta de FitzGerald.	9
4.2. El Impuesto Tobin.	10
4.3. El modelo de Stiglitz & Weiss.	11
Consideraciones finales.	13

Bibliografía.

- Chacholiades Miltiades (1995), *“Economía Internacional”*. Segunda Edición. Mc Graw Hill. México D.F.
- Cornford, Andrew (1996), The Tobin Tax: Silver Bullet for Financial Volatility, Global Cash Cow or Both?. En *“United Nations Conference on Trade and Development Review”*. Génova.
- Fischer, Stanley (1997), *“Capital Account Liberalization and the Role of the IMF”*. IMF Seminar: Asia and the IMF. Hong Kong.
- FitzGerald, E.V.K (1996), Intervention versus regulation: the role of the IMF in crisis prevention and management. En *“United Nations Conference on Trade and Development Review”*. Génova
- Garrido Celso y Peñaloza Webb Tomás (1996), “Ahorro y sistema financiero mexicano, diagnóstico de la problemática actual”. Grijalvo/AUM-A. México D.F. pp. 66-71.
- Harris, Laurence & Coakley, Jerry (1996), Financial Intermediation and Banking. En *“Banking and Finance”*. University of London Centre for international Education in Economics.
- Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín B (1994), *“Macroeconomía en la economía global”*. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México, D.F.
- Krugman Paul y Obstfeld Maurice (1995), *“Economía internacional, teoría y política”*. McGraw Hill. Tercera Edición. Madrid España.

- Levine, Ross, (1996), *Financial Sector Policies: Analytical Framework and Research Agenda*. En *“Financial Development and Economic Growth. Theory and Experiences from Developing Countries”*. Edited by: Hermes, Niels & Lensik Robert. New York, 1996.
- Maddison Angus (1992), *“La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE”*. FCE/Economía Contemporánea.
- Villarreal René (1999), *“La incorporación de México a los procesos económicos de globalización”*. Ponencia presentada en el seminario de “La globalización y las opciones nacionales” FCE. México, D.F.
- World Bank (1997). *The Benefits of Financial Integration*. En *“Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration. A World Bank Policy Research Report*. Published for the World Bank Oxford University Press.

1. El proceso de globalización de la economía mundial.

En los últimos cien años, el capitalismo contemporáneo se ha dividido en las cuatro fases siguientes: la primera, concluyó con el inicio de la primera guerra mundial y se distinguió por el auge de la economía mundial; la segunda, comprendió el periodo de entre guerras (1914-50) predominando la autarquía comercial y financiera; la tercera, vio nacer a las instituciones creadas en Bretton Woods (1950-73), en estos años se restauró el comercio mundial y los flujos internacionales de capitales; finalmente, el ciclo de estanflación (de crecimiento lento con alta inflación) donde se abandonó el orden monetario mundial (a partir de 1973).²

Particularmente, notamos que la integración de la economía mundial (esta es la fase más avanzada del capitalismo contemporáneo)³ reinició en 1945 con el nacimiento de las instituciones de Bretton Woods -El Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM)- así como con la creación del Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT). A través de estas instituciones se restauraron los flujos mundiales de comercio y capitales, generándose una mayor “interdependencia” entre las diversas economías del mundo.

La integración económica presenta algunas características, tales como:

1. Se manifiesta en una marcada tendencia a la eliminación de las barreras comerciales y financieras, así como, el permiso al libre movimiento de mano de obra. Es decir, permite el libre movimiento de los factores de la producción (trabajo y capital) exceptuando a la tierra.
2. La integración económica puede ser: comercial, permite el libre flujo de mercancías; financiera, permite el libre flujo de capitales y laboral, permite el libre movimiento de la mano de obra.
3. En el proceso de integración económica encontramos las siguientes etapas:

Club de Comercio Preferencial: Dos o más países acuerdan reducir sus respectivos gravámenes a las importaciones de todos los bienes y/o servicios entre sí, es decir cuando intercambian pequeñas preferencias arancelarias, manteniendo sus aranceles originales frente al resto del mundo.

Area o Asociación de Libre Comercio: Dos o más países eliminan todos los gravámenes de importación y todas las restricciones cuantitativas a su comercio mutuo en todos los bienes y/o servicios, manteniendo sus aranceles originales frente al resto del mundo.

² Maddison Angus (1992), “La economía mundial en el siglo XX. Rendimiento y política en Asia, América Latina, la URSS y los países de la OCDE”. FCE/Economía Contemporánea. pp. 37-48.

³ Se usará como sinónimos los conceptos de globalización e integración económica.

Unión Aduanera: Dos o más países eliminan todos los gravámenes de importación a todos los bienes y/o servicios de su comercio mutuo y, adicionalmente adoptan un esquema de arancel externo común a todas las importaciones de bienes y/o servicios provenientes del resto del mundo. Una Unión Aduanera es una Area de Libre Comercio porque el comercio es libre entre los países miembros. Sin embargo, una Area de Libre Comercio no es una Unión Aduanera ya que la primera no tiene un arancel externo común.

Mercado Común: Se crea cuando dos o más países forman una Unión Aduanera y, adicionalmente permiten la libre movilidad de todos los factores de la producción (trabajo y capital). Los países que lo integran establecen un arancel externo común, al igual que la Unión Aduanera. Un Mercado Común es también una Unión Aduanera y una Area de Libre Comercio, sin embargo una Unión Aduanera no es un Mercado Común porque el último permite el libre flujo de trabajo y capital.

Unión Económica: Se presenta cuando dos o más países crean un Mercado Común y, adicionalmente proceden a unificar sus políticas fiscales, monetarias y socioeconómicas. En esta etapa, surgen las instituciones supranacionales. Una Unión Económica es la forma más completa de integración.⁴

4. Existen países líderes (Estados Unidos, Alemania y Japón) que son capaces de modificar el entorno económico mundial por el tamaño de sus economías. Cualquier decisión que tomen en materia de tasa de interés o tipo de cambio (por mencionar estos ejemplos) afectan la evolución del sistema manufacturero y financiero del resto del mundo. Estas naciones son “fijadoras de precios”.
5. En contrapartida, existen naciones con economías pequeñas, las cuales no tienen capacidad para incidir en el entorno económico mundial, son tomadoras de precios.

En la actualidad, los países, prácticamente, tienen la obligación de insertarse en esta modalidad del capitalismo contemporáneo para aprovechar sus oportunidades así como enfrentar sus riesgos. No hacerlo, podría llevar a las naciones al atraso endémico.

2. El sistema financiero mundial.

Después de resaltar algunas características de la integración económica, centraré el estudio en la integración financiera. En especial, destacaré que la volatilidad que enfrenta el sistema financiero mundial se debe a que la creación de dinero en el mundo es superior a la producción mundial. También analizaré las bondades, los riesgos y las propuestas de política para insertar el sistema financiero local al mercado mundial de capitales.

⁴ Uniones aduaneras. En: Chacholiades Miltiades (1995), *“Economía Internacional”*. Segunda Edición. Mc Graw Hill. México D.F. pp 256-260.

Como ya se citó, con el nacimiento del FMI, el Banco Mundial y el GATT se reinició el proceso de integración económica.⁵ Recordando los acontecimientos económicos tan desagradables del periodo de entre guerras, se diseñó un sistema monetario internacional que promovió el pleno empleo de los recursos (crecimiento económico con estabilidad de precios) y estabilizó la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países miembros. Esta tarea la realizó el FMI.⁶

El sistema monetario exigía una importante disciplina de los países miembros. “El sistema creado en Bretton Woods establecía unos tipos de cambio fijos en relación al dólar y un precio invariable del dólar en oro, 35 dólares la onza. Los países miembros mantenían sus reservas principalmente en forma de oro o dólares, y tenían el derecho de vender sus dólares a la Reserva Federal a cambio de oro al precio oficial”.⁷ El sistema monetario estuvo regido por un patrón de cambios-oro o dólar-oro, ya que el dólar era la moneda hegemónica que podía ser utilizada como reserva.⁸

La disciplina monetaria consistió en que los tipos de cambio fueron fijos respecto al dólar y éste último lo fue respecto al oro.⁹ Si un banco central, distinto de la Reserva Federal de Estados Unidos, llevaba a cabo una excesiva expansión monetaria, perdería sus reservas internacionales y, al final, sería incapaz de mantener la paridad de su moneda frente al dólar.

Por su parte, un gran crecimiento monetario en los Estados Unidos conduciría a la acumulación de dólares por parte de los bancos centrales de los otros países, la misma Reserva Federal restringiría su expansión monetaria a causa de la obligación de respaldar los nuevos dólares por oro. El precio oficial de la onza de oro a 35 dólares servía como último freno a la política monetaria estadounidense, dado que ese precio aumentaría si se crearan demasiados dólares. En cualquier caso, los tipos de cambio fijos se consideraban un recurso para imponer la disciplina monetaria en el sistema.¹⁰ El patrón oro-dólar culminó en 1973, dado que Estados Unidos violó el principio de emisión monetaria (por cada onza de oro emitió más de 35 dólares).

⁵ Aquí se habla del reinicio de la integración económica porque durante el patrón oro vigente en Inglaterra hasta la Primera Guerra Mundial existió el libre flujo de mercancías y capitales, esto significa que la economía mundial ya estaba integrada. La Primera y Segunda Guerra Mundial interrumpieron esta práctica, reiniciándose en 1945. La crisis de sobreproducción de 1929 también es un buen ejemplo de interdependencia económica a escala mundial. Para un estudio del patrón oro vigente en Inglaterra véase: El Sistema monetario Internacional. En: Krugman Paul y Obstfeld Maurice (1995), *“Economía internacional, teoría y política”*. McGraw Hill. Tercera Edición. Madrid España. pp. 639-642.

⁶ La misma conferencia estableció una segunda institución, el Banco Mundial, cuyos objetivos eran ayudar a los países beligerantes a reconstruir sus maltrechas economías, y a ayudar a los antiguos territorios coloniales a desarrollar y modernizar las suyas. Sólo en 1947 se inauguró el Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio (GATT) como un foro para la reducción multilateral de las barreras arancelarias. El GATT, se consideró como un preludeo a la creación de la Organización Internacional del Comercio (OIC), cuyos objetivos en el área comercial irían en paralelo con los del FMI en el área financiera. La OIC se puso en marcha durante la década de los noventa.

⁷ Krugman Paul y Obstfeld Maurice. Obra citada. pp 648-649.

⁸ Ibidem. pp. 648-650.

⁹ Como se recordará, a partir de 1945 inició la hegemonía del dólar, puesto que Estados Unidos fue el vencedor militar, político y económico de la Segunda Guerra Mundial.

¹⁰ Krugman Paul y Obstfeld Maurice. Obra citada. p 649.

Su abandono implicó que los regímenes cambiarios en el mundo occidental pasaron de fijo a flotante, las tasas de interés se hicieron flexibles, generando una alta movilidad de capitales, puesto que empezaron a moverse hacia los centros financieros que les ofrecían mayores rendimientos, evidentemente, esto no sucedió mientras operó el sistema de tipos de cambio fijos, puesto que las tasas de interés eran estables.

Después del abandono de este patrón monetario, los países occidentales no han convenido otro mecanismo de creación de dinero en el mundo. Su abandono también implicó que los Estados perdieron su poder monopólico de creación de dinero frente a los agentes privados propietarios de las firmas transnacionales.

Esto significa que, los centros financieros que surgieron a la par del sistema de Bretton Woods tomaron importancia principalmente en Europa (los euromercados) y operaron con monedas privadas de carácter transnacional como los eurodólares, euromarcos, eurolibras, eurofrancos, euroyenes etc.

La creación de dinero privado ha generado un exceso de oferta monetaria mundial. Actualmente se emite dinero con poder fiduciario (de los bancos centrales de los países) y dinero con poder crediticio (de los agentes privados). “Se estiman que se mueven diariamente 1.5 trillones de dólares por transacciones financieras y en las economías emergentes alrededor de 200 mil millones de dólares anuales”.¹¹

De esta manera, este punto se puede resumir de la siguiente manera: con la caída del patrón monetario de Bretton Woods, se rompió el esquema financiero dominado por los tipos de cambio fijos, simultáneamente las tasas de interés también pasaron a ser flexibles, siendo esta, la primera causa para fomentar el proceso especulativo dentro del sistema financiero mundial.

A la par, la creación monetaria privada también cobró importancia y junto con la emisión de dinero de carácter fiduciario (tarea realizada por el Estado) provocó que la circulación de dinero se hiciera superior a la producción manufacturera mundial (el flujo de dinero es superior al de mercancías). Este excedente de liquidez también ha fomentado la inversión extranjera especulativa, cuya consecuencia ha sido la mayor inestabilidad de los mercados financieros locales.¹²

Así, en la actualidad los sistemas financieros locales corren el riesgo de ser contaminados por el volátil mercado mundial de capitales como producto de la flexibilidad de las tasas de interés en el mundo y por el exceso de dinero que circula a nivel mundial.

¹¹ Villarreal René (1999), “La incorporación de México a los procesos económicos de globalización”. Ponencia presentada en el seminario de “La globalización y las opciones nacionales” FCE. México, D.F.

¹² Véase Garrido Celso y Peñaloza Webb Tomás (1996), “Ahorro y sistema financiero mexicano, diagnóstico de la problemática actual”. Grijalvo/AUM-A. México D.F. pp. 66-71.

Por esta razón, las principales economías del mundo (en especial el grupo de los siete más industrializados: Estados Unidos, Japón, Alemania, Inglaterra, Francia, Italia y Canadá) tendrían que ver la necesidad de revisar las bondades de crear un sistema monetario internacional capaz de estabilizar las tasas de interés de las economías insertas en el esquema de integración (revisión y corrección del modelo de Bretton Woods) así como eliminar el exceso de liquidez monetaria mundial.

Con la estabilización del sistema financiero internacional, muchos de los problemas endémicos en materia financiera que sufren las distintas economías tomadoras y fijadoras de precios se minimizarían, de tal manera que, la regulación, control y supervisión de sus respectivos sistemas financieros tendría únicamente un carácter complementario y no prioritario como lo tiene en la actualidad.

3. Bondades y riesgos de la integración financiera en las economías pequeñas y abiertas.

La integración financiera implica la mayor interdependencia de los circuitos financieros internacionales, permite a las naciones captar inversión extranjera directa y especulativa. La lógica económica, por la cual las economías insertan sus sistemas financieros al mercado mundial de capitales consiste en complementar el ahorro interno con el externo para financiar las inversiones con bajas tasas de interés. Naturalmente, este proceso tiene bondades y riesgos que se tienen que analizar detenidamente.

3.1. Bondades de la Integración Financiera.

Los beneficios de la integración financiera se pueden resumir en los siguientes puntos:

- El beneficio más importante de integrar al sistema financiero local al mercado mundial de capitales es que "...reemplaza la tasa de interés local por la mundial"¹³ provocando el efecto "desbordamiento".¹⁴ El mecanismo económico que teóricamente se espera que opere para que el efecto desbordamiento se dé, es el siguiente: cuando una economía abre su sistema financiero, el ahorro interno se complementa con el mundial, esto provocará una caída de la tasa de interés local (al nivel de la existente en el mercado mundial) abaratando la inversión productiva interna (el proceso de intermediación financiera¹⁵ es más eficiente), fomentando la producción nacional, el empleo y los ingresos familiares.

¹³ World Bank (1997). The Benefits of Financial Integration. En *"Private Capital Flows to Developing Countries: The Road to Financial Integration"*. A World Bank Policy Research Report. Published for the World Bank Oxford University Press. p 157.

¹⁴ El efecto de "spill over" o "desbordamiento" es considerado como una externalidad positiva, esto significa que la igualación de la tasa de interés interna con la mundial generará beneficios a la economía receptora de capitales, básicamente en el sector productivo.

¹⁵ El papel más importante que tiene el sistema financiero local es realizar la intermediación financiera eficientemente, es decir, los intermediarios captan recursos excedentes de las familias y las empresas, a cambio, pagan una tasa de interés. Posteriormente, colocan dichos recursos en los sectores demandantes de créditos (principalmente los sectores productivos), a cambio cobran una tasa de interés. De esta manera, el sistema financiero cumple con una de sus principales tareas, a saber: canalizar créditos al sector productivo.

En este sentido, si el sistema financiero local no es distorsionado por alguna fuerza externa (intervención estatal) se tendría que dar un mecanismo de sustitución automático de la tasa de interés local por la mundial.

- La inversión extranjera directa que arriba al país busca colocarse en los proyectos más rentables y con mayor productividad, esto obliga a los sectores receptores de dicha inversión a ofrecer retornos esperados más elevados, así como minimizar y diversificar sus riesgos.
- La introducción de nuevas técnicas financieras, la especialización del personal y la llegada de tecnología de punta incrementa la eficiencia del sistema financiero local.

3.2. Riesgos de la Integración Financiera.

Los riesgos de la integración financiera se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Sobrecalentamiento, la economía presumiblemente presenta este fenómeno cuando existe un acelerado crecimiento económico; acompañado del incremento del déficit de la cuenta corriente; el aumento de los niveles inflacionarios y la apreciación del tipo de cambio real.

El sobrecalentamiento es causado por el arribo masivo de inversión extranjera la cual no se orienta al fomento de la inversión productiva, sino al consumo interno, generando desequilibrios de la balanza comercial y poniendo en serios riesgos al sector externo del país.

Ante este problema, los instrumentos que se pueden utilizarse para contrarrestarlo son los siguientes:

- Condicionar la entrada de inversión a través de imponer una variedad de controles a los capitales, preferentemente a los especulativos.
- Si la cuenta de capital registra un superávit, éste se puede compensar con un mayor déficit público.
- Un superávit de la cuenta de capital puede ser contrarrestado con la liberalización comercial para incrementar el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos
- Si la economía opera con tipo de cambio fijo, entonces, se debe cambiar al régimen de tipo de cambio flexible. De esta manera, la política cambiaria cumpliría la tarea de amortiguar los desequilibrios generados por la llegada de inversión extranjera vía su apreciación, que reduciría la inflación interna, bajarían la tasa de interés locales. Así, con rendimientos más bajos, los capitales buscarían otros mercados.

Si la economía opera con tipo de cambio fijo y si se decide no abandonarlo, el arribo de inversión extranjera expandirá la base monetaria. Ante este escenario, el Banco Central puede esterilizar este aumento del circulante monetario a través de las operaciones del mercado abierto.¹⁶ Otros mecanismos que puede utilizar son las transferencias de depósitos de bancos comerciales a la Banca Central o la contracción del crédito interno.

2. La vulnerabilidad, ésta surge cuando un país sufre un abandono repentino de capitales externos, provocando una contracción de las reservas internacionales, fluctuaciones en el tipo de cambio y en la tasa de interés. Si la economía opera bajo tipo de cambio fijo, se corre el riesgo de abandonarlo puesto que las reservas se contraen obligando a devaluar la moneda local, surgiendo presiones inflacionarias y alzas en la tasa de interés interna.¹⁷
3. La volatilidad, se manifiesta en shocks temporales manifestados en salidas masivas de capitales causados por cambios en las condiciones económicas mundiales o locales y que generan movimientos inesperados en el tipo de cambio, el nivel de precios y la tasa de interés.

Para reducir la vulnerabilidad y la volatilidad se necesita enviar señales confiables al mercado, mantener los fundamentales macroeconómicos sanos (tipo de cambio, tasas de interés, inflación, control fiscal y externo, etc), regular los mercados de dinero y de capitales y crear un clima de estabilidad política.

El Banco Mundial proporciona un conjunto de instrumentos de política económica para hacer frente al problema de la vulnerabilidad y volatilidad de los mercados de capitales, destacamos los siguientes:

- a. La restricción del libre movimiento de capitales vía imposición de controles.
- b. Política cambiaria y fiscal. Si los países que operan con tipo de cambio fijo y tengan una política fiscal rígida (no puede ser modificada en el corto plazo), no deben abandonar la política monetaria para intervenir en el mercado de dinero a través de la esterilización del circulante vía operaciones de mercado abierto.

¹⁶ Las operaciones de mercado abierto es la herramienta más importante que tiene el Banco Central para afectar la circulación monetaria, puesto que puede predecir exactamente el efecto que estas operación tienen sobre el circulante. Así, si existe una expansión de, por ejemplo, 100 unidades monetarias, para neutralizar el efecto de este nuevo circulante, el Banco Central puede esterilizarlas a través de la venta de certificados de la tesorería al sector privado por un equivalente a las 100 unidades monetarias. De este sencillo ejemplo, podemos afirmar que, cuando el estado desea retirar dinero de la circulación necesita vender certificados de la tesorería, por el contrario, cuando su intención es aumentar la circulación, entonces, tiene que comprar estos certificados al sector privado. Un modelo amplio para conocer los instrumentos para afectar la circulación monetaria se encuentra en: El proceso de oferta monetaria. En: Jeffrey D. Sachs y Felipe Larraín B (1994), *"Macroeconomía en la economía global"*. Prentice Hall Hispanoamericana, S.A. México, D.F.

¹⁷ Los efectos nocivos de una devaluación son ampliamente conocidos, de allí que sólo se exponen estas consecuencias. Sin embargo, debemos aclarar que una depreciación del tipo de cambio afecta todos los sectores de la economía.

El Fondo Monetario Internacional sugiere reducir la vulnerabilidad y la volatilidad de la siguiente manera:

- a. Perseguir políticas macroeconómicas sanas. Para incrementar la actividad económica, manteniendo baja la inflación, se necesitan políticas fiscales equilibradas y la cuenta corriente estable. Respecto al sector externo, sugiere que los déficits en la cuenta corriente sean financiados por créditos de largo plazo que son más estables que los recursos de corto plazo.
- b. Fortalecer el sistema financiero doméstico. Para esto, es necesario mejorar la supervisión y los estándares prudenciales, incrementar los requerimientos de reservas, evitar préstamos de alto riesgo, publicar información financiera periódicamente y garantizar la solvencia de los bancos.
- c. Provisión de información a los mercados. Todos los agentes que participan en el mercado deben tener información, incluyendo la referente a las operaciones del Banco Central. La provisión de la información es necesaria para tomar decisiones correctas y para prevenir decisiones erróneas, este proceso elimina el problema de la asimetría de la información.
- d. Vigilar los mercados y la necesidad de financiamiento. Después de la crisis mexicana, el Fondo Monetario Internacional ha incrementado la vigilancia de los mercados. Sin embargo, existe la problemática de la coordinación entre los países y el Fondo para que ambos minimicen la asimetría de información.
- e. Liberar la cuenta de capitales apropiadamente. Una economía en desarrollo tiene dos opciones. La primera consiste en una apertura de la cuenta de capitales por fases; la segunda, en poner controles prudenciales para evitar distorsiones económicas.¹⁸

El Fondo Monetario Internacional resalta la importancia de que los países mantengan sus fundamentales económicos sanos, puesto que, ante desequilibrios macroeconómicos, los mercados financieros internacionales reaccionan rápidamente, tardíamente o sobre-reaccionan como producto de no tener una percepción correcta de la problemática.

Particularmente, en lo referente a las sobre-reacciones, éstas pueden ser irracionales porque se basan en información imperfecta (asimetría de la información) dando una apreciación inexacta de la realidad financiera del país y generando daños muchas veces exagerados, puesto que la magnitud de los desequilibrios que se producen son superiores a la problemática económica que enfrenta el país.

¹⁸Fischer, Stanley (1997), "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF". IMF Seminar: Asia and the IMF. Hong Kong. p 3.

4. Recomendaciones adicionales para minimizar los riesgos de la integración financiera.

Los riesgos que implica insertar el sistema financiero local al mercado mundial de capitales han sido analizados por diversos estudiosos proporcionando interesantes recomendaciones, destacan por su importancia la propuesta “FitzGerald” que tiene un carácter correctivo (se podría aplicar cuando el sistema financiero local ya está en crisis) y el “Impuesto Tobin” que es un mecanismo preventivo.

4.1. La Propuesta de FitzGerald.

La principal preocupación de FitzGerald radica en el papel que debe jugar el Fondo Monetario Internacional frente a los desequilibrios generados por las crisis financieras. Sostiene que el FMI debe jugar un papel más importante en la prevención y solución de las crisis financieras. Su propuesta se compone de tres partes:

Primero, la creación de la “Facilidad de Financiamiento de Corto Plazo (STFF)” que es un instrumento para proporcionarle liquidez a los gobiernos que tienen problemas financieros. Con este mecanismo, afirma, el Fondo tiene que actuar en dos sentidos: El primero, para proporcionar liquidez (operar como prestamista de último recurso). El segundo, para establecer el orden en los mercados financieros a través de la regulación prudencial de los intermediarios financieros.

Los niveles de acceso de los países se acordarían en “tramos” y el monto de los créditos se establecerían en función de la pérdida de las reservas internacionales. Cabe destacar que estos recursos se utilizarían para suavizar los efectos de la crisis financiera, mas no para financiar fugas de capitales. Su monto puede alcanzar hasta 300% de la cuota del país. La madurez del crédito sería de corto plazo (tres meses) y si el problema persiste se reemplazaría por acuerdos Stand-By (de largo plazo).

El FMI obtendría estos recursos a través de la emisión de bonos que se colocarían en el mercado mundial de capitales. Se trata, entonces de imitar el mecanismo empleado por el Banco Mundial, el cual consiste en la creación de obligaciones de largo plazo.¹⁹

Segundo, el FMI tiene que trabajar para encontrar mecanismos que ayuden a establecer el orden en los mercados financieros a través de la regulación financiera. El desarrollo de los mercados financieros internacionales ha implicado que la creciente comercialización de los activos conduce a la mayor creación de liquidez, haciendo más vulnerable al sistema financiero internacional. El mantenimiento de un acceso estable a los mercados internacionales de capitales es crucial para minimizar los desequilibrios del sistema financiero internacional.

¹⁹ El Banco Mundial coloca sus propios bonos en el mercado mundial de capitales, con lo cual adquiere compromisos de pagos en el mediano y largo plazo, sin embargo en el corto plazo obtiene recursos con los cuales financia los proyectos que tiene en puerta. Evidentemente, este canje de obligaciones de largo plazo por activos de corto plazo tiene un costo, puesto que al vencerse los plazos, el Banco Mundial tiene que pagar el monto que desembolsó el tenedor de sus bonos más una tasa de interés que el organismo multilateral previamente se comprometió a pagar. Un mecanismo similar está proponiendo FitzGerald para que el FMI obtenga recursos.

Tercero, para lograr este último objetivo, el FMI debe buscar influir en tres factores principales: mayor generación de ahorro interno, tener instrumentos financieros que ofrezcan rendimientos de largo plazo para que atraigan la inversión extranjera directa y evitar problemas de liquidez.²⁰

Sin lugar a dudas, FitzGerald detecta que un problema importante dentro del mercado internacional de capitales es el exceso de liquidez mundial, sin embargo, los STFF son instrumentos para crear liquidez, haciendo más vulnerable al sistema financiero internacional.

4.2. El Impuesto Tobin.

Esta propuesta consiste en aplicar una imposición internacional equivalente a 0.1% de cada transacción especulativa. Esta medida afectaría a quienes realizan múltiples operaciones de corto plazo, se estima que el impuesto equivaldría a 48%²¹ si se hicieran transacciones diarias durante un año.²²

El primer problema del impuesto Tobin esta relacionado con la asignación de la recaudación fiscal, unos sugieren que deber ser utilizados para fondos globales de bienes públicos tales como la seguridad internacional, mejoras en el medio ambiente o para aliviar la pobreza. Otros proponen que los Estados podían retener una parte de las ganancias para la asistencia social interna.

No existe un consenso generalizado acerca del agente que debe recaudarlo. Unos consideran que deben ser los gobiernos locales y ellos deben decidir que hacer con los recursos que obtengan. Otros proponen que su recaudación debe correr a cargo del Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial.

Es claro que esta propuesta es una medida lógica para combatir la inestabilidad de los mercados de capitales. Aunque su éxito demanda una coordinación de todos los gobiernos para imponerlo en los diferentes centros financieros del mundo (se tiene que aplicar en forma generalizada para evitar su evasión).

²⁰Una revisión detallada de la propuesta del Fondo Monetario Internacional como Prestamista de Ultimo Recurso y para establecer el orden en los mercados internacionales de capitales se encuentra en: FitzGerald, E.V.K (1996), Intervention versus regulation: the role of the IMF in crisis prevention and management. En *"United Nations Conference on Trade and Development Review"*. Génova. pp 44-50.

²¹ En este punto el documento es ambiguo, porque si se cobra 0.1% por cada transacción, al año, el monto del impuesto sería de 36.5% y no de 48% como lo señala el autor. Esto nos permite pensar en la existencia de una ponderación, la cual tampoco se especifica en el documento original. Esto significa que, el impuesto del 0.1% se aplica para una transacción que tenga un monto específico, sin embargo, cuando la transacción supere este monto se aplicará un impuesto ligeramente superior al 0.1%, de tal manera que, en la estimación anual la recaudación del impuesto Tobin sume 48 y no 36.5%.

²² Cornford, Andrew (1996), The Tobin Tax: Silver Bullet for Financial Volatility, Global Cash Cow or Both?. En *"United Nations Conference on Trade and Development Review"*. Génova. p 110.

4.3. El modelo de Stiglitz & Weiss.

Este modelo tiene como supuesto central la existencia de la asimetría de la información, esto significa que los intermediarios financieros deben tener la capacidad para resolver el problema de “la información imperfecta” para otorgar créditos con bajos riesgos.²³

La teoría neoclásica establece que, en el mercado de capitales, la tasa de interés iguala la oferta de ahorro y la demanda de inversión. Sin embargo, ante una política de represión financiera, el Estado puede imponer una tasa de interés inferior a la que equilibra este mercado.

La política de represión financiera se impone cuando el Estado decide impulsar un sector estratégico de la economía, el propósito de imponer una tasa de interés inferior a la del mercado es para canalizar créditos baratos al sector calificado como estratégico.

En el modelo de Stiglitz & Weiss el sistema financiero puede incurrir en la represión aunque el Estado no distorsione la tasa de interés. Este ocurre cuando existe información asimétrica que obliga a los intermediarios a fijar techos en la tasa de interés, la consecuencia es la racionalización del crédito.²⁴

La fijación del techo en las tasas de interés se da, porque existen proyectos rentables y altamente riesgosos. Esta situación, obliga a los intermediarios a abstenerse de otorgar créditos para financiar este tipo de proyectos, puesto que, si logran ser exitosos se obtendrían ganancias elevadas, sin embargo, si fracasan pondrían en una situación de fragilidad financiera al sistema. Esta situación obliga a los intermediarios a racionalizar sus créditos, además de ser selectivos para asignarlos correctamente.

Para minimizar los riesgos, los intermediarios tienen que minimizar la información asimétrica, es decir, tienen que regular, supervisar y monitorear más eficientemente a las empresas receptoras de sus créditos. Esta medida se acompaña con la diversificación de los riesgos (evitar la concentración de los créditos).

Respecto al agente encargado de minimizar la asimetría de la información, diversos autores (entre ellos FitzGerald) consideran que el FMI tiene la infraestructura para realizar esta tarea, debido a que tiene acceso a información privilegiada y preferencial de casi todos los gobiernos. Sin embargo, enfrenta el problema de la coordinación con los distintos gobiernos y de la concentración de la información de todos sus países miembros.

En este sentido, su papel se ve reducido a vigilar la evolución económica de cada país para prevenir crisis financieras futuras. Cabe agregar que esta tarea depende de ser escuchado por los gobiernos a los cuales emite recomendaciones.

²³ Harris, Laurence & Coakley, Jerry (1996), Financial Intermediation and Banking. En *“Banking and Finance”*. University of London Centre for international Education in Economics. pp 6-7.

²⁴ El techo significa que el banco fija una tasa de interés a un nivel y los créditos que otorgue pagarán una tasa de interés igual o inferior a la establecida, nunca mayor.

No olvidar que “El Fondo y los países pueden proporcionar información, analizar, sugerir, buscar para persuadir aunque son los gobiernos los que tienen que evaluar la situación y tomar las decisiones correctas”.²⁵

El modelo de Stiglitz & Weiss establece que el agente encargado de minimizar la asimetría en la información es el sistema financiero, ya que éste tiene que regular, supervisar y monitorear a los agentes sujetos a sus créditos, además es su tarea evitar la selección adversa.

Finalmente, Ross Levine afirma que la tarea de regular, supervisar y monitorear el sistema financieros de cada país debe correr a cargo del Estado, esto significa que es el Estado el encargado de evitar cualquier desequilibrio en este sector de la economía nacional.²⁶

²⁵ Fischer, Stanley. Obra Citada. p 8.

²⁶ Levine, Ross, (1996), Financial Sector Policies: Analytical Framework and Research Agenda. En *“Financial Development and Economic Growth. Theory and Experiences from Developing Countries”*. Edited by: Hermes, Niels & Lensik Robert. New York, 1996. pp 162-173.

Consideraciones finales.

La volatilidad del sistema financiero internacional se agudizó en 1973 como consecuencia de la caída del patrón monetario creado en Bretton Woods. La inestabilidad de este sistema se debe, por un lado, a la flexibilidad cambiaria que se asocia a los altibajos de las tasas de interés internacionales, fomentándose la inversión extranjera especulativa, por otro lado, al exceso de liquidez mundial provocado por la creación de dinero de carácter fiduciario y crediticio (emitidos por el Estado y las firmas privadas transacciones respectivamente), lo que hace que el circulante mundial sea superior a la producción manufacturera global.

De esta manera, se llama la atención en la necesidad de estabilizar la volatilidad del sistema financiero internacional a través de la creación de un patrón monetario internacional que sea capaz de estabilizar los tipos de cambio y las tasas de interés así como regular la liquidez mundial.

Dada la inestabilidad del sistema financiero internacional, las economías pequeñas y abiertas que insertan sus respectivos sistemas financieros al mercado mundial de capitales corren el peligro de enfrentar desequilibrios internos manifestados en el fenómeno del sobrecalentamiento, la volatilidad y la vulnerabilidad macroeconómica. Sin embargo, si son capaces de realizar una apertura de manera eficiente, pueden lograr que la tasa de interés local se sustituya por la mundial, este principio se cumple, siempre y cuando no exista alguna distorsión en la asignación de los recursos financieros por parte del Estado.

Ante la volatilidad financiera internacional, las economías pequeñas y abiertas tienen que emplear mecanismos preventivos para evitar el sobrecalentamiento, la volatilidad y la vulnerabilidad macroeconómica, destacan: los controles a la entrada de capitales, la liberalización simultánea del sector financiero y comercial, la instrumentación de una política fiscal deficitaria, la política crediticia restrictiva o la política de esterilización monetaria. “El Impuesto Tobin” es otra propuesta preventiva, que consiste en imponer un impuesto internacional a todas las transacciones especulativas.

Dentro de las posiciones correctivas está la propuesta de FitzGerald quién sostiene que el Fondo Monetario Internacional debe de jugar un papel más activo en la prevención y corrección de las crisis financieras. Finalmente, el modelo de Stiglitz & Weiss propone corregir el problema de la asimetría de la información, para evitar que los intermediarios financieros proporcionen crédito altamente riesgosos.