



## CLASE N° 2 (Bibliografía)

*La presente bibliografía ha sido seleccionada por Julio Sevares exclusivamente para ser dictada en el Programa Latinoamericano de Educación a Distancia en Ciencias Sociales (PLED), en la Segunda clase: "Regulando al capital financiero (o la larga lucha del dinero por su libertad", del curso "El sistema financiero internacional y América Latina", Mayo de 2008.*

Av. Corrientes 1543 (C1042AAB),  
Ciudad de Buenos Aires, Argentina  
Informes: (54-11) 5077-8024  
academica-pled@culturalcoop.org

### Cómo citar:

SEVARES, Julio. Julio Sevares. El Imperio de las Finanzas. Grupo Editorial Norma. Buenos Aires 2005. pp.11 a 98.

®De los autores

Todos los derechos reservados.

Esta publicación puede ser reproducida gráficamente hasta 1.000 palabras, citando la fuente. No puede ser reproducida, ni en todo, ni en parte, registrada en, o transmitida por, un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea mecánico, fotoquímico, electrónico, por fotocopiadora o cualquier otro, sin permiso previo escrito de la editorial y/o autor, autores, derechohabientes, según el caso.

Edición electrónica para Campus Virtual CCC: PABLO BALCEDO

Sevares, Julio  
El imperio de las finanzas - 1ª ed. -  
Buenos Aires : Grupo Editorial Norma, 2005.  
360 p.; 21x14 cm. (Biografías y documentos)  
ISBN 987-545-342-0  
I. Política Económica I. Título  
CDD 332.46.

©2005, Julio Sevares  
©2005, De esta edición:  
Grupo Editorial Norma  
San José 831 (C1076AAQ) Buenos Aires  
República Argentina  
Empresa adherida a la Cámara Argentina de Publicaciones  
Diseño de tapa: Ariana Jenik

Impreso en la Argentina  
*Printed in Argentina*

Primera edición: septiembre de 2005

CC: 38016  
ISBN: 987-545-342-0  
Prohibida la reproducción total o parcial por  
cualquier medio sin permiso escrito de la editorial

Hecho el depósito que marca la ley 11.723  
Libro de edición argentina

## Índice

CAPÍTULO 1: Bienvenidos al casino global	11
CAPÍTULO 2: Liberalización, desregulación, especulación	41
CAPÍTULO 3: Historia de órdenes y desórdenes	59
CAPÍTULO 4: Quién es quién (y qué hace cada uno) en el mercado financiero global	99
CAPÍTULO 5: Teorías y realidades de las finanzas globales	137
CAPÍTULO 6: Riesgos elevados, conductas imprudentes, redes endeblés	149
CAPÍTULO 7: El camino de la crisis	167
CAPÍTULO 8: La Argentina en la trampa financiera	213
CAPÍTULO 9: El gran trauma: la crisis asiática	225
CAPÍTULO 10: Volatilidad de capitales y vulnerabilidad de la periferia	241
CAPÍTULO 11: Las empresas como apuesta financiera	261
CAPÍTULO 12: Delitos globales en las finanzas globales	283

CAPÍTULO 13: Jubilaciones en el casino	295
CAPÍTULO 14: Regulando al capital financiero (o la larga lucha del dinero por su libertad)	311
CAPÍTULO 15: Opciones para un nuevo orden financiero	329
BIBLIOGRAFÍA	345

*A Mercedes, Ignacio y Viviana*

Capítulo 1  
**Bienvenidos al casino global**

*Lo que deja perplejo es el poder del capital...  
jamás el dinero aulló como hoy  
por todo el planeta.*

GEORGE STEINER<sup>1</sup>

La revista estadounidense *Forbes* elabora anualmente un ranking de las dos mil corporaciones más grandes del mundo. Durante mucho tiempo los primeros puestos de la lista de *Forbes* y de otras similares eran ocupados por las grandes corporaciones productivas. Pero en 2004 el podio fue ocupado por Citicorp, el principal conglomerado financiero del planeta, que ya había figurado en el segundo puesto en una lista anterior.

El segundo puesto lo logró la estadounidense General Electric y los tres siguientes otras compañías del mundo financiero: la aseguradora AIG, el Bank of America y el banco HSBC. La única empresa no financiera del grupo de las cinco corporaciones más grandes del mundo es un conglomerado que incluye desde productoras de aparatos eléctricos hasta fábricas de motores de aviones. Pero

<sup>1</sup> George Steiner, *La barbarie de la ignorancia*, Barcelona, Taller de Mario Muchnik, 1999.

también tiene varias compañías de servicios financieros para empresas e inversores individuales.

El hecho de que las corporaciones más grandes del mundo sean grupos financieros es un claro reflejo de la preeminencia que el capital financiero ha llegado a ocupar en la economía, en las relaciones de poder y en la vida cotidiana.

Hasta hace algunas décadas, esas transacciones estaban básicamente vinculadas a operaciones comerciales internacionales, a inversiones fijas externas o a préstamos.

Pero, en forma creciente, las operaciones financieras se hacen con fines puramente especulativos, alejadas de la producción o el comercio. Como señaló hace ya algunos años el Banco de Pagos Internacionales, una entidad que reúne banqueros centrales y dicta normas bancarias internacionales: "En el clima generalizado de desregulación que reina desde hace una decena de años, los movimientos internacionales de capitales han tenido una expansión tan considerable que actualmente las transacciones ligadas a los pagos corrientes parecen bastante modestas en comparación" (Citado por Pilhon, 1999).

Desde 1980 hasta fines del siglo pasado, la economía de los países industriales creció a un 2,5% anual. Pero, en ese mismo tiempo, la liquidez internacional, medida por el aumento de las reservas se multiplicó por más de quince, las operaciones cambiarias crecieron casi un 30% anual y las emisiones de bonos y títulos de deuda un 10 por ciento.

El FMI calcula, a su vez, que los fondos especulativos pueden mover entre 600.000 millones y un billón de dólares diarios para especular con divisas u otros activos financieros. Antes de la liberalización de los mercados de capital en los primeros años setenta, el comercio de divisas diario

equivalía a seis veces el valor del comercio mundial anual. Hoy equivale a 50 veces ese valor.

En la década del ochenta la negociación de divisas era un 30% mayor que el valor del comercio internacional de bienes y servicios. En 2000 la superaba en un 60 por ciento.

La globalización financiera se aceleró particularmente a partir de la década del setenta, con la liberalización de movimientos de los países industriales y, a partir de los años ochenta, en los periféricos, por la misma razón. Según el FMI, entre 1980 y 2003 el promedio de activos y pasivos externos de los países industriales se multiplicó por 15, mientras que, en ese mismo período, la producción aumentó poco más de un 50%. Esta tendencia se aceleró a partir de los noventa.<sup>2</sup>

Uno de los segmentos más complejos y de crecimiento vertiginoso del mercado es el de los derivados, instrumentos de cobertura de riesgos, de apuestas a precios o tasas de interés futuros. En su inmensa mayoría se realizan con propósitos puramente especulativos y con una gran dosis del llamado "apalancamiento", es decir, hacer operaciones adelantando sólo una parte de la inversión, a la espera de que la ganancia futura cubra el resto. Otra opción es cubrir la totalidad de la inversión con un endeudamiento que se espera pagar con las ganancias. Según las estadísticas del Banco de Pagos Internacionales, en 2004 el giro diario de derivados de diferente clase llegaba a 2,4 billones de dólares, 16 veces el PBI diario de los países de la OCDE, la organización que reúne a las economías más desarrolladas.

<sup>2</sup> IMF. World Economic Outlook, april 2005. [www.imf.org](http://www.imf.org)

El sostenido incremento de la actividad financiera por encima de la producción, el aumento de las obligaciones financieras desligadas de la actividad real, es un fenómeno inquietante cuyo futuro resulta difícil predecir. ¿Hasta qué punto pueden aumentar la actividad financiera y las ganancias que genera por encima de las operaciones de la economía real?

En los inicios del mundo moderno, Aristóteles hizo una clara diferenciación entre la economía vinculada con la actividad económica concreta y las operaciones destinadas a hacer dinero a partir del dinero mismo.

El Estagirita distinguió entre economía y crematística.<sup>3</sup> La primera es la actividad cuyo objeto es procurar los elementos necesarios para la vida y los bienes útiles para la casa o el Estado. La crematística, nacida con la creación del dinero es, precisamente, la actividad cuyo fin último no es la producción sino hacer dinero. El dinero no es concebido como un medio para llevar a cabo el comercio, sino como un fin en sí mismo. La crematística, dice Aristóteles “no encuentra ningún dique a su ambición, que es enriquecerse de un modo absoluto”. (Citado por Marx, 1973, tomo I, p. 108).

Carlos Marx retomó este camino y postuló que “A medida que se desarrolla la productividad del trabajo y, por lo tanto, la producción en gran escala: 1° los mercados se extienden y se alejan de los centros de producción; 2° los créditos tienen que prolongarse, y 3° el elemento especulativo tiende necesariamente a dominar cada vez más las

<sup>3</sup> Según el diccionario de la Real Academia, crematística, derivada del griego, significa “interés pecuniario de un negocio”. Economía deriva de la voz griega *oikos* (casa) y significa administración de la casa.

transacciones comerciales. El desarrollo del proceso de producción hace que se extienda el crédito y el crédito se traduce en la extensión de las operaciones industriales y mercantiles”. (Ídem, tomo II, p. 452).

El sostenimiento del ciclo de producción basado en el crédito depende del reflujo de los créditos, es decir que todas las cadenas del sistema cobren los créditos dados para poder, a su vez, cancelar sus deudas. Cuando algún punto de la cadena falla, transmite sus problemas al resto.

Marx observó las potencialidades especulativas del sistema que estaba surgiendo: “El crédito —sostuvo— acelera el desarrollo material de las fuerzas productivas y la instauración del mercado mundial, sienta las bases de la nueva forma de producción”. (Ídem, tomo III, p. 419.)

Pero este sistema crea, también, un volumen de dinero que no encuentra empleo en la producción y que se reproduce en operaciones especulativas, creando un ambiente de volatilidad financiera y tendencia a la crisis.

Por otra parte, la creciente masa de títulos de deuda pública y privada y de las operaciones de crédito constituye una forma de capital ficticio, cuyo valor se sostiene en la medida en que el ciclo de los negocios progresa y las obligaciones se cumplen. Cuando el ciclo se interrumpe, por fallos en la cadena de producción o por turbulencias originadas en la esfera financiera, muchos de esos títulos y créditos pierden valor y aparece, con toda su crudeza, su carácter ficcional. Accionistas y bonistas, satisfechos por la riqueza escriturada en sus certificados de tenencia de títulos, se convierten en inversores frustrados y empobrecidos. Y los bonistas en particular, en acreedores que claman por la devolución de su dinero y por

la efectivización de una renta que sólo existió en la fantasía de que la rueda de la fortuna nunca se interrumpiría.

El incremento de la masa de dinero en el sistema financiero está motorizado por uno de los rasgos del capitalismo contemporáneo: el crecimiento de la franja de personas de altos ingresos y el aumento del número de ricos. El enriquecimiento y la financiarización forman un círculo virtuoso para el desarrollo de las formas más parasitarias e injustas de capitalismo: la oportunidad de obtener rentas financieras genera crecientes oportunidades de enriquecimiento y este último genera dinero disponible para la inversión financiera.

En el último listado de la revista *Forbes*, el número de personas con fortunas de más de 1.000 millones de dólares aumentó un 18%. América Latina tiene 27 representantes en la lista, entre ellos el mexicano Carlos Salim, con una fortuna de 23.800 millones de dólares (el primer multimillonario es Bill Gates, con 46.500 millones). Según las cuentas de la periodista Paola Visca, la fortuna de los multimillonarios de México equivale al 26% de la deuda pública de su país; la de los venezolanos, el 38%; la de los chilenos el 22% y la de los brasileños, el 10%. La posición argentina es más modesta: el único representante argentino en la lista, Gregorio Pérez Companc, sólo tiene 1.700 millones de dólares, equivalentes al 1% de la deuda pública.<sup>4</sup>

Las corporaciones no financieras cumplen un papel fundamental en la creación del nuevo mercado global. Con sus inversiones externas y comercio entre sus diferentes

<sup>4</sup> Paola Visca, Multimillonarios de América Latina. <http://deudaexterna.com/análisis>

unidades, las corporaciones crearon una red internacional de pagos por bienes y servicios, y de transferencias abiertas u ocultas, que se canalizan a través de los operadores financieros, muchos de los cuales están vinculados a esas mismas corporaciones.

Las corporaciones participan en este escenario acumulando activos financieros, especulando en los mercados globales e incluso comprando y vendiendo otras firmas por motivos puramente financieros. Debido a las oportunidades de renta financiera que ofrece el mercado global, los directores y dueños de compañías manejan los fondos de las empresas, y a las empresas mismas, de acuerdo con lógicas financieras, apartándose de los objetivos productivos o de servicios que constituyen el supuesto corazón de sus negocios.

A través del manejo especulativo de sus empresas, los directivos aumentan sus ingresos, vinculados a la cotización de las acciones. Se ha creado de este modo una dinámica y una cultura según la cual la lógica microeconómica de los directivos se superpone, no sólo a lo que debería ser la lógica social de la macroeconomía, sino a la propia lógica microeconómica de la empresa. Todo basado en la premisa enunciada por el financista especializado en compra, venta y destrucción de empresas, Gordon Gecko en la película *Wall Street*: “la codicia es buena”.

En los años recientes la lógica de la buena codicia –combinada con prácticas delictivas– aplicada en empresas como Enron, World Com o Parmalat, condujo al colapso de las firmas y a la licuación instantánea de inversiones, ahorros y fondos de pensión de sus trabajadores.

Así como las empresas no financieras invierten en finanzas, los fondos de inversión y de pensión se han convertido

en grandes accionistas de empresas, cuya dirección ha quedado subordinada a las estrategias de valorización financiera de los inversores accionistas.

Como sostiene un analista del sistema de fondos de pensión, “la marca de fábrica de este régimen de acumulación reside ciertamente en la articulación creciente de la esfera financiera y la esfera real, pero sobre la égida de la primera, a la cual sus estructuras le garantizan una autonomía relativa en una superioridad jerárquica”. (Lordon, 2000, p. 67).

Esta distorsión no es un invento del capitalismo contemporáneo. Ya en los años treinta John Maynard Keynes observó con preocupación la tendencia de las empresas a desviar capitales de la producción a las actividades financieras, lo que denominó el peligro de la “economía casino”. (J. M. Keynes, 1983).

Los juegos especulativos de las últimas décadas, habilitados por la desregulación y liberalización de los mercados, mostró que esa designación no era caprichosa ni aventurada. Por si hiciera falta probarlo, basta el caso de George Soros. En su libro *La alquimia de las finanzas*, el financista húngaro cuenta que luego de 1981, cuando la Reserva Federal decidió permitir que el mercado fijara las tasas de interés y, en consecuencia, la cotización de las divisas y de las acciones, su forma de plantear hipótesis y testearlas con la evolución del mercado, se volvió inútil. Buscando una nueva forma de operar contrató a Victor Niederhofer, un especulador que había desarrollado un sistema usando la hipótesis de que el mercado es un casino. “Él –cuenta Soros–, operó exitosamente hasta que la crisis de la deuda de 1982 cambió las reglas de juego.” (Soros, s/f, p. 303).

En el casino gana generalmente la banca y pierden los apostadores. Pero en el casino global las cosas suceden de

otra forma. Los grandes apostadores o gerenciadore de fondos de apostadores ganan a costa de muchos que no participan directamente en el juego, o que son forzados a poner su dinero en la mesa de los números. Pero también suelen perder los que pretenden ser la banca, como gobiernos y bancos centrales. En 1992, el fondo Quantum de George Soros tuvo un papel fundamental en una especulación contra la libra que obligó al gobierno británico a devaluarla contra su voluntad. En 2004, el Banco Central Europeo, que regula el mercado monetario de la primera economía del planeta, perdió 2.200 millones de euros, 3,4 veces más que en 2003, por la depreciación de los dólares de sus reservas: desde 1973 la cotización del dólar está determinada por las fuerzas del mercado mundial.<sup>5</sup>

Esta dinámica del capitalismo constituye, en el mejor de los casos, una pésima distribución de recursos creativos y de energía, y un desarrollo de las formas más parasitarias del capitalismo. Es también una fuente de incertidumbre y de perplejidad en relación con el destino del mundo. “La sensación cada vez más recurrente en la experiencia cotidiana, opina el filósofo Martín Hopenhayn, de que estamos expuestos a un destino que nadie controla, tiene su expresión paroxística en el movimiento de capitales, donde esa complejidad varía sus componentes en tiempos infinitesimales y exige, por lo mismo, ser reconstruida mentalmente a ese mismo ritmo. No hay mayor caja negra hoy para la comprensión humana, ni mayor pérdida de control sobre la complejidad en lo que se refiere a sus propias creaciones, que esta red de flujos, informaciones y conjeturas

<sup>5</sup> *El Cronista Comercial*, 15 de marzo de 2005.

superpuestas donde son muchos millones de señales, y muchos miles de millones de dólares, los que diariamente circulan y cambian precios relativos, estado de ánimo y posiciones de los jugadores”. (Hopenhayn, 2002, p. 151).

### La crisis, una casualidad permanente

Según un estudio realizado poco después de la crisis asiática, publicado por el Institute for International Economics, entre 1970 y 1998 se produjeron 64 crisis bancarias, 79 crisis cambiarias y 35 programas de ayuda del FMI. (Hufbauer y Wada, 1999).

Para la teoría ortodoxa, la apertura y desregulación del mercado financiero promueven una distribución equilibrada de los recursos financieros y una reducción de los riesgos de crisis. Pero según la realidad, la liberalización del mercado ha generado corrientes de dinero que recorren el mundo fuera del control de cualquier entidad reguladora, con comportamientos impredecibles y en busca de oportunidades especulativas. Como sostiene el politólogo de la London School of Economics, John Gray, “Los mercados de valores globales operan en un contexto de incertidumbre en los mercados, que hace que las subidas y bajadas especulativas resulten inevitables. El mecanismo del patrón oro ha sido reemplazado por los reglamentos de un casino”. (J. Gray, 1998, p. 18).

En las últimas décadas ese mercado ha sufrido una serie continua de crisis en las más diversas circunstancias y geografías: en países tradicionalmente inestables de la periferia, en países que se incorporan al capitalismo de mercado, en países de economías exitosas y ascendentes y en instituciones financieras de primer nivel de países del primer mundo.

Los movimientos de los mercados globales someten a las economías chicas, y aun a las de mayor tamaño, a variaciones de su situación económica que los gobiernos muchas veces no pueden controlar y que dificultan o frustran las políticas de crecimiento. La desestabilización de las economías se traduce en frecuentes crisis cambiarias y bancarias. El término “vulnerabilidad financiera” figura inevitablemente en cualquier descripción de las condiciones de las economías periféricas.

Por otra parte, el mercado no ha contribuido, como promete la teoría convencional, a una distribución equilibrada de los recursos financieros a escala global. Según la opinión del semanario liberal *The Economist*, “No hay todavía algo así como un único mercado global de capital. La evidencia más obvia es que, dentro de un margen de dos o tres puntos porcentuales para arriba o para abajo, cada país tiende a invertir tanto como ahorra. Si hubiera un mercado global de capital totalmente integrado, esta correlación no persistiría de la forma en que lo ha hecho”. Es decir, los países ricos exportarían capital y tendrían superávit de cuenta corriente, y los países pobres recibirían más capital y tendrían déficit de cuenta corriente. Los ricos ahorrarían más de lo que invertirían y los pobres invertirían más que su ahorro interno.<sup>6</sup>

Por el contrario, durante largos períodos la periferia exporta capitales hacia los países ricos, como sucediera con América Latina en las décadas previas a las de los setenta y ochenta.

<sup>6</sup> *The Economist*, 20 de septiembre de 1997.

La dinámica financiera internacional afecta la demanda privada en forma casi directa e inmediata. Las olas de liquidez, incontroladas por los países receptores, promueven el consumo basado en el endeudamiento o en la expectativa de las ganancias futuras por rentas financieras o valorización de las acciones –del mismo modo la sobreinversión y la especulación en bienes raíces o en productos primarios–. Un ejemplo fue el caso de los Estados Unidos en los años noventa: en pleno auge bursátil, la inversión de las familias en títulos y bonos aumentó sustancialmente y las rentas de esas inversiones llegaron a formar la cuarta parte de los ingresos familiares.

Por el contrario, las caídas en las cotizaciones o las reducciones de liquidez provocan el derrumbe del consumo y de las expectativas sobre los ingresos futuros. En esos casos, el “efecto riqueza” –la disposición a gastar en función de la valorización de los activos en los que se invirtió– se transforma entonces en el “efecto pobreza” –el temor a gastar por la desvalorización de los activos–. Y, así como la disponibilidad de crédito facilita el consumo basado en el endeudamiento, el encarecimiento del crédito o la pérdida de ingresos provoca la insolvencia de los deudores, lo cual afecta también al sistema financiero.

En suma, la inestabilidad de la esfera financiera se traslada a la esfera real, pero en forma amplificadas, en los ciclos de auge y de contracción, lo cual contribuye a explicar la inestabilidad macroeconómica, la difusión de la incertidumbre y el temor al futuro.

La dinámica financiera ha llegado a atrapar a los propios asalariados: una porción creciente de los ahorros de trabajadores se destina a fondos de pensión privados,

donde quedan sometidos a los vaivenes e incertidumbres de los mercados financieros y donde forman una fuente de financiamiento de empresas y gobiernos. El capitalismo contemporáneo ha logrado imponer la gran paradoja de que los trabajadores financien al capital.

En suma, la globalización financiera, lejos de contribuir a la financiación del desarrollo, conspira contra la estabilidad necesaria para ese proceso. Esto explica, entre otros factores, que las tasas de crecimiento de la economía mundial anterior a la ola liberalizadora iniciada en los años setenta haya sido mayor que el crecimiento promedio de las últimas tres décadas.

### **La libertad del dinero**

Comentando el escenario contemporáneo, George Steiner pudo decir que jamás el dinero aulló como hoy por todo el planeta.

¿Por qué el dinero goza de libertad para aullar? Porque, como afirma Paul Krugman, “se ha producido en todo el mundo un impulso general para desregular los mercados financieros, para volver a los buenos y viejos tiempos del siglo XIX cuando los inversionistas eran libres para colocar su dinero donde quisieran”.

La conformación y la dinámica actuales del mercado son, básicamente, el producto de la lucha entre el capital financiero para lograr autonomía y regulaciones adecuadas a sus intereses, y los gobiernos que procuran imponerle ciertas limitaciones en defensa de otros sectores del capital, de la sociedad y de objetivos de estabilidad o crecimiento de largo plazo. Este avance de la libertad financiera es, en rigor, parte del avance del poder del capital privado

sobre la sociedad y la capacidad regulatoria de los Estados en el campo del comercio y las inversiones.

En la globalización del dinero intervinieron en forma decisiva, otros factores. Uno de ellos, el desarrollo de la tecnología de procesamiento y transmisión de datos, que generó condiciones inmejorables para dotar de alcance global, rapidez e invisibilidad a las operaciones financieras. La tecnología no ha servido para democratizar o transparentar el mercado, sino que ha contribuido y, en muchos casos, forzado, su concentración.

En la formación del mercado financiero ha influido también una de las características dominantes del capitalismo contemporáneo: el aumento de los ingresos de las capas altas y medias de la sociedad, y el consecuente aumento de excedentes financieros en individuos y familias.

En la primera globalización y en el período que siguió a la Segunda Guerra, se registró una tendencia a la convergencia en los niveles de ingresos. En las últimas décadas el número de millonarios y la fortuna de cada uno de ellos aumentó sustancialmente, de modo que las diferencias tendieron a ampliarse: hace ya más de una década, el Banco Mundial<sup>7</sup> estimó que los 225 individuos más ricos poseen una fortuna de 1.000 billones de dólares, equivalente al ingreso del 47% de la población mundial más pobre. En 1999, las Naciones Unidas estimaron que los activos de los tres grandes millonarios del mundo superaban el PBI conjunto de los países más pobres.

En los Estados Unidos, sólo durante el gobierno de George W. Bush, la diferencia entre ricos y pobres aumentó,

<sup>7</sup> Banco Mundial, 1998.

y en la actualidad el 1% de los ricos controla el 40% de la riqueza del país. En la medida en que los excedentes personales y la posibilidad de obtener con ellos rentas financieras aumenta, se potencia el sistema de ampliación de la brecha de ingresos y posibilidades entre las personas y los países.

Periódicamente, una crisis licúa una parte de esas rentas. Pero esto, lejos de reducirlas, aumenta las desigualdades, porque los costos de las crisis suelen ser trasladados a la población más vulnerable a través de la carga fiscal que financia los rescates, las pérdidas de empleo que causan las recesiones o la licuación de ingresos que generan las inflaciones provocadas por las grandes devaluaciones que suelen seguir a las crisis.

La globalización de los mercados financieros genera una competencia que se convierte en una nueva forma de disciplinamiento perverso para las economías: la competencia basada en la reducción de impuestos para atraer capitales.

La libre movilidad de capital limita las posibilidades de políticas de pleno empleo. Por otra parte aumenta la competencia entre empresas, provocando presiones sobre los salarios y la precarización de las condiciones laborales en los países con mayor nivel de protección laboral y social.

Una clara exposición de este proceso fue realizada por Vito Tanzi cuando se desempeñaba como experto impositivo del FMI, y luego publicada en un documento de ese Organismo. Sostiene Tanzi: "Hoy, los individuos pueden elegir entre muchos países para decidir dónde trabajar, comprar, invertir su capital financiero, localizar las actividades productivas de la empresa que controlan, y así de seguido. En esas decisiones, ellos tomarán en cuenta el impacto de los impuestos, especialmente en la medida en que los sistemas impositivos de los diferentes países continúen

divergiendo tanto como lo hacen hoy. El sistema impositivo de muchos países es básicamente el producto de un período (antes, durante e inmediatamente después de la Segunda Guerra Mundial), cuando las economías estaban cerradas y los movimientos de capital eran más limitados. Debido a que esos sistemas no reflejan hoy, o no totalmente, los recientes desarrollos económicos, hay una amplia perspectiva para que los individuos puedan explotar esas diferencias (entre sistemas fiscales) y para que algunos países traten de aprovechar las oportunidades para atraer capitales de otros países. A medida que las tarifas de importación caen, el incentivo para competir a través de tratamientos impositivos especiales sobre determinadas actividades, aumenta. Nosotros, por lo tanto, observamos un proceso que, por momentos, ha sido descrito como una degradación impositiva, por la cual algunos países cambian sus sistemas impositivos para capturar la base impositiva mundial y exportar su carga impositiva. Este proceso fuerza a los países a reformar sus sistemas impositivos en una dirección que no siempre es bienvenida y que tendrá consecuencias no sólo sobre la estructura, sino también sobre el nivel impositivo" (Tanzi, 1996).

En suma, el funcionamiento del mercado global, caracterizado por el disciplinamiento regresivo de las sociedades, el estímulo a la competencia fiscal ruinosa y las facilidades para las operaciones delictivas facilita, como sostiene John Gray, en su libro *Falso amanecer*, las peores clases de capitalismo (Gray, 1998). La extensión, sofisticación y complejidad de las redes financieras internacionales y la permisividad para la existencia de paraísos financieros permite las más variadas actividades delictivas, desde los fraudes y la evasión impositiva al lavado de

dinero del narcotráfico, la corrupción y los grandes delitos globales contemporáneos.

Desde hace dos décadas el Citibank, además de la compañía más grande del mundo financiera pionera en adaptar nuevas reglas de juego bancario. Este modelo financiero y corporativo aparece fructífero de delitos financieros: se le encuentran ejemplos como el gigantesco lavado de dinero del mexicano Carlos Salinas de Gortari, el caso Parmalat y, lateralmente, con el caso de Augusto Pinochet.

Los gobiernos han permitido que se desarrollaran los centros financieros en los cuales el dinero puede ocultarse fácilmente. Los centros *off shore* o paradisíacos originalmente y fundamentalmente, vienen del delito. Pero en la actualidad los centros financieros (el de las Islas Caimán es el financiero del mundo), en los cuales los bancos, las grandes corporaciones y los paraísos parecen una forma de esquizofrenia que, por una parte, establece reglas y regulaciones para controlar y transferir movimientos de dinero, y por otra parte permite que en centros donde esas reglas no se aplican el desarrollo de los paraísos es un triunfo. Liberarse de los controles de los Estados en búsqueda de ganancias.

El desarrollo de espacios de crecimiento de movimientos de dinero, la especulación oscura o directamente delictiva

inestabilidad del sistema y a las crisis porque, como sostiene Charles Kindleberger, “Las crisis comerciales y financieras están íntimamente ligadas con las transacciones que sobrepasan los confines de la ley y la moralidad, por muy vagos que sean estos confines. La propensión a estafar y a ser estafado discurre paralela a la proclividad a especular durante un auge” (Kindleberger, 1993, p. 109).

La expansión del imperio del libre mercado no ha conducido a fomentar la competencia, como argumenta la ortodoxia económica, sino la concentración. Esto ha sucedido también en el mercado financiero internacional. Saskia Sassen, profesora de Sociología en la Universidad de Chicago sostiene: “La transformación del mercado global de capitales en un nuevo orden supranacional, continúa avanzando rápidamente a pesar de la actual crisis de mercados. Las operaciones financieras nacionales están reduciéndose, y las orientadas internacionalmente están tomando su lugar. La globalización usualmente implica descentralización. Pero mientras la red internacional de centros financieros se expande, un sistema más reducido, dominado por un puñado de ciudades estratégicas, se está desarrollando. A medida que las operaciones financieras se dispersan alrededor del mundo, sólo unas pocas ciudades tendrán los recursos para ser dominantes. Primeras entre ellas están Londres y Nueva York, con su enorme concentración de recursos y talentos. Esas dos ciudades conducirán las más críticas y complejas operaciones del futuro”. (Sassen, 1999, p. 75).

A fines del siglo xx, 25 ciudades controlaban el 83% del mercado de acciones (*equities*) bajo administración institucional, y sumaban alrededor de la mitad de la capitalización global del mercado (aproximadamente 29,9 billones de dólares). Londres, Nueva York y Tokio manejaban la

tercera parte de las operaciones de acciones y el 58% del mercado de divisas. Otras ciudades están comenzando a emerger como centros financieros importantes. San Pablo y Bombay aumentaron su participación a partir de la liberalización financiera de sus respectivos países, y comenzaron a operar como puentes entre el mercado internacional y el doméstico. Pero la importancia de esos centros seguirá lejos de la relevancia de las grandes ciudades.

“Los participantes del mercado –continúa Sassen– frecuentemente pintan un cuadro de competencia despiadada, lo que es sólo parcialmente correcto. En verdad la relación es más compleja. Durante la ola de desregulación en los años ochenta, los tres grandes (Londres, Nueva York y Tokio), tenían todavía alguna división cooperativa del trabajo que continúa hoy con una especialización creciente. A pesar de toda la palabrería de amarga competencia en los ochenta, emergía un verdadero mercado global que estaba circulando capital a través de los centros financieros líderes antes de venderlo reempaquetado en el mercado doméstico. Desde que esa tendencia se intensificó en los noventa, las alianzas estratégicas a través de las fronteras se multiplicaron entre firmas y mercados. La competencia coexiste con colaboración estratégica y jerarquía”. (Sassen, 1999, p. 81).

La globalización, la complejización de las operaciones, implica para las firmas de servicios financieros la necesidad de lazos internacionales más estrechos y de tecnologías más potentes, para lo cual necesitan disponer de mayores volúmenes de capital. Como afirmara *The Economist*, “sólo un puñado de firmas puede sobrevivir en este negocio corta-pescuezos”.

Como parte de esa tendencia, en la década de los noventa, cambió de manos en los Estados Unidos un monto

de activos equivalente a todo el sistema bancario. En esos años la tendencia tuvo un pico de tensión sin precedentes, con la concreción de tres megafusiones cuyos participantes venían, a su vez, de un proceso de compras de empresas. Y, según el registro del Banco de Pagos Internacionales, en los años noventa se firmaron 7.300 contratos de fusiones o adquisiciones en el sector financiero por un valor superior a un billón y medio de dólares, un monto equivalente a las dos terceras partes de la deuda externa de los países subdesarrollados en 2002 y tres veces el monto de esa deuda en 1980. (Girón y Correa, 2004). Las fusiones aumentan la concentración del sistema. En la década citada la concentración entre las diez mayores firmas de servicios financieros se duplicó. Los cinco bancos más grandes por sus activos representan el 80% de los activos de ese grupo en Bélgica, Holanda y Suecia; el 70% en Canadá y Australia; el 60% en Tailandia, México y Suiza; el 50% en la India y España; el 40% en la Argentina, Italia y Gran Bretaña.

¿Cuáles son los mayores? En el fluido mundo de la globalización financiera los *rankings* de tamaño bancario duran poco porque la valuación de los activos (que determinan el tamaño de la entidad) varía con los tipos cambio. En los años setenta los bancos estadounidenses encabezaban la lista; en los ochenta fueron desplazados por los japoneses, que crecieron administrando el superávit externo de su país, y cuyos activos se valorizaron con el aumento en la cotización del yen; en los años noventa la crisis económica y bancaria japonesa y la devaluación del yen hicieron retroceder a las casas del sol naciente, y los primeros lugares fueron ocupados por bancos estadounidenses (el Citigroup a la cabeza) acompañados por bancos japoneses y europeos.

La concentración de capacidad financiera puede tener efectos devastadores, como surge de dos ejemplos: en 1982, el fondo de inversión norteamericano canadiense Friedberg Commodity Fund, dirigido por Steve Hanke, realizó por sí solo la mitad de las transacciones con el peso mexicano, que precipitaron la crisis de la deuda mexicana; en 1992, el fondo Quantum de George Soros especuló contra la libra esterlina generando una corriente de ventas que la hizo caer, a pesar de los esfuerzos del Banco de Inglaterra por sostenerla.

#### Subordinación monetaria en la globalización financiera

En el siglo XIX la globalización financiera construyó, sobre la base del patrón oro, lo que significaba un tipo de cambio fijo y la disponibilidad de una moneda como la libra, con un sólido respaldo oro. Esto garantizaba cierta estabilidad de las tasas de interés, de la oferta monetaria interna de los países, y de la inflación. La globalización financiera contemporánea se desarrolla con tipos de cambio variables y responde a otras reglas.

En el lugar del Banco de Inglaterra, que hegemonizaba la política monetaria en el siglo XIX, está la Reserva Federal de los Estados Unidos. La Fed influye sobre la tasa de interés de los EE.UU. y, en consecuencia, sobre la internacional, de dos formas: fijando una tasa de referencia para fondos federales que se prestan a los bancos, lo que determina la tasa que los bancos pagan y cobran a sus clientes. Además influye en las oscilaciones de esa tasa comprando y vendiendo títulos del gobierno a los bancos norteamericanos.

Las tasas de interés influyen sobre el mercado accionario porque los inversores deciden su compra o venta de acciones comparando el rendimiento esperado de los papeles con la alternativa de los intereses. A mayor nivel de intereses reales, los inversores exigirán mayores rendimientos de las acciones, antes de darle su dinero al agente de bolsa.

Al aumentar las tasas de interés se reduce el valor real de los activos reales de las personas y las empresas, lo cual produce una depresión de las expectativas o “efecto pobreza” que afecta a quienes perdieron su dinero invertido en acciones o bonos.

La posición de hegemonía absoluta de la Reserva Federal disminuyó con la aparición del euro y el Banco Central europeo, pero la institución estadounidense sigue teniendo la última palabra en el mercado financiero.

Los países periféricos son receptores pasivos de las decisiones de los grandes, y tienen dificultades para implementar políticas monetarias o cambiarias independientes. Como reconoce el FMI, “Quizá la más dramática implicación de la integración financiera y de los flujos de capitales más libres para la política monetaria sea que se ha hecho más difícil mantener simultáneamente tipos de cambio fijo y conducir una política monetaria independiente dedicada a objetivos domésticos”. (IMF, 2005).

Si un país fija el tipo de cambio con libre circulación de capitales, el ingreso y salida de los mismos determina la oferta monetaria interna y, por lo tanto, la tasa de interés. Si no fija el tipo de cambio y no controla la circulación de capitales, esos capitales determinan el tipo de cambio. En el primer caso, el banco central del país pierde capacidad de regular la oferta monetaria interna de acuerdo, como

sostiene el FMI, a sus objetivos internos de crecimiento o de inflación. En el segundo caso, el Ministerio de Economía no puede fijar la política cambiaria que considera apropiada para su estrategia económica. Como la participación del comercio externo en la formación del producto tiende a crecer, en el centro y la periferia, esto significa que la libertad de circulación de capitales tiene una influencia creciente en la evolución de la producción.

### **Las complejas relaciones de las finanzas con el Estado**

El capital financiero liberalizado tiene una relación compleja con el Estado. Las pretensiones de libertad del capital, financiero o productivo, orientados por una lógica de obtención de ganancias de corto plazo, chocan habitualmente contra las regulaciones estatales destinadas a garantizar la reproducción del capital en plazos más extendidos y en compatibilizar, en mayor o menor grado, los intereses de los diferentes sectores de la sociedad. Las relaciones entre las finanzas y los Estados dependen de los perfiles de los gobiernos y de la situación macroeconómica. El capital se siente más incómodo con el Estado cuanto más regulacionista sea, y viceversa.

La historia ofrece dos ejemplos paradigmáticos de esa relación. El primero, en la segunda posguerra, cuando el capital financiero opuso sostenidas resistencias a los proyectos regulatorios de los gobiernos estadounidense y británico (como se ve en el capítulo dedicado a las regulaciones), cuyo propósito era ordenar el sistema monetario y cambiario y evitar la repetición de los desórdenes monetarios y financieros que habían caracterizado el período

de entreguerras. Las regulaciones acordadas en ese momento se conocen como acuerdo de Bretton Woods.

El segundo ejemplo corresponde al primer gobierno de George W. Bush. En la campaña electoral para su primera presidencia Bush hijo prometió retroceder en la política estadounidense de control a los paraísos fiscales, argumentando que eran beneficiosos para el capital en la medida en que permitían a las corporaciones eludir el pago de impuestos. Era un típico caso de gobierno liberal contra el Estado de su país. La orientación de Bush cambió después del atentado del 11 de septiembre de 2001, cuando se supo que los terroristas que lo habían perpetrado habían utilizado paraísos fiscales para ocultar la ruta del dinero con que se financiaban.

Pero más allá del carácter de las relaciones entre finanzas y Estado, es indudable que el poder estatal es indispensable para la vida del capital financiero en tanto garantiza el respeto a la propiedad, es permeable a las inquietudes de los sectores más concentrados y, en última instancia, emplea la fuerza para defender los intereses de esos sectores, dentro o fuera del ámbito nacional.

El capitalismo comercial o industrial británicos no se habrían desarrollado sin el poder militar, principalmente naval de Gran Bretaña, sin el proteccionismo agrícola que subsistió hasta 1846, sin las Leyes de Navegación que reservaron el acceso al puerto de Londres –el principal del mundo–, a las naves británicas y sin el control imperial de la India y otras regiones del mundo durante el siglo XIX. Algo similar puede decirse de las experiencias de desarrollo de las demás potencias.

A principios de ese siglo, explicando el papel del Estado en la reproducción del capital financiero, el experto financiero y dirigente socialdemócrata austríaco Rudolf Hilferding

escribió párrafos que conservan plena vigencia: “El poder político es así decisivo en la lucha por la competencia económica, y para el capital financiero la posición del poder estatal es vital desde el punto de vista el beneficio. La diplomacia recibe ahora como función primordial la representación del capital financiero. (...) Cuanto más grande el espacio económico, cuanto mayor es el poder del Estado, tanto más favorable es la posición del capital nacional en el mercado universal. Así pues, el capital financiero se convierte en soporte de la idea del fortalecimiento del poder del Estado.”

“El capital financiero –continúa Hilferding–, no quiere libertad... sino dominio; no le gusta la independencia del capitalista individual, sino que exige más bien su sujeción; detesta la anarquía de la competencia y aspira a la organización, ciertamente sólo para poder reanudar la competencia en un nivel más alto. A fin de lograrlo y, al mismo tiempo, para conservar y acrecentar su poder, necesita que el Estado garantice el mercado nacional mediante la protección y facilite, de esa forma, la conquista de los mercados exteriores. Necesita un Estado políticamente poderoso que no necesite tener consideraciones con los intereses opuestos de otros Estados al formular su política comercial. Necesita un Estado fuerte que reconozca los intereses del capital financiero en el exterior y use del poder político para arrancar tratados ventajosos a los Estados más pequeños; un Estado que pueda ejercer su influencia en todo el mundo a fin de poder convertir el mundo entero en zona de inversión.” (Hilferding, 1973, pp. 374 y 378).

También en la actualidad, “Los Estados soberanos –sostiene John Gray–, siguen siendo el terreno clave para la búsqueda de influencia por parte de las empresas

multinacionales. Éstas ejercen influencia sobre las políticas de los Estados soberanos y además ejercitan su ingenio tratando de eludir su jurisdicción.” (Gray, 1998, p. 94).

América Latina experimenta en forma continua este fenómeno desde que comenzó el endeudamiento de los países de la región, es decir, prácticamente desde el inicio de los procesos independentistas. Las armadas de países europeos y de los Estados Unidos intervinieron en reiteradas oportunidades para exigir el pago de deudas o para penalizar deudores, y los gobiernos de los países acreedores ejercieron y ejercen presión directa para obtener el cobro de las deudas contraídas con agentes privados, organismos internacionales o gobiernos.

Contemporáneamente los Estados juegan un papel decisivo en el sostenimiento de los sistemas financieros mediante el rescate de los bancos o compañías financieras. Entre 1981 y 1992, período de varias crisis bancarias, los bancos estadounidenses recibieron 400.000 millones de dólares bajo diferentes programas y sistemas, como ayudas directas, financiamiento preferencial y cobertura de depósitos. En lo que configura sólo una aparente paradoja, en los siete primeros años de ese período el gobierno de los Estados Unidos estaba en manos del impulsor de las reformas liberales, Ronald Reagan. En ese período también proporcionaron ayuda a los bancos los Estados de Japón, Francia, Gran Bretaña y Alemania.

La deuda pública, utilizada para financiar el gasto público, es una de las bestias negras de la ortodoxia económica. El mundo de las finanzas es muy celoso del equilibrio fiscal porque un desbalance puede generar inflación o turbulencias perjudiciales para los inversores en dinero. Pero al mismo tiempo, el endeudamiento público es una fabulosa

fuente de ganancias para el sistema financiero internacional y los inversores. Por esa razón los agentes financieros están siempre dispuestos a financiar a los Estados. De hecho, prestarle a los Estados es una de las actividades básicas de los financistas desde el principio de su historia. Reinos y naciones dependieron, en períodos críticos, de la disposición de los financistas para sostener sus guerras y sus despilfarros.

En el siglo XIX, Lord Byron escribió:

“¿Quiénes proveen al viejo y al nuevo mundo, de dolor o de placer?

¿Quiénes hacen de la política un parloteo?

¿La sombra del noble atrevimiento de Bonaparte?

El judío Rothschild y su colega cristiano, Baring.

Aquéllos, y el auténtico liberal Laffitte,

son los verdaderos amos de Europa. No es meramente cada préstamo un golpe de especulación, sino además el asiento de una nación o la zozobra de un trono”.<sup>8</sup>

En las últimas décadas, a pesar del dominio de los discursos de estabilidad fiscal, la deuda pública de los Estados desarrollados aumentó y, con ellas, las oportunidades de inversión. En la década del sesenta las cuentas públicas de los países industrializados estaban casi equilibradas y la deuda pública representaba el 30% del PBI. En la década del ochenta trepó al 5% del PBI, la deuda pública al 60% del PBI y los intereses sobre la deuda al 5% del PBI. En los noventa la deuda pública superaba el 70% del PBI y los intereses se acercaban al 6%. (Pihon, 1999).

<sup>8</sup> Lord Byron, *Don Juan*, Canto XII.

Según una evaluación de la consultora Standard & Poors, la deuda pública de los Estados Unidos, Alemania y Francia, pasará de representar el 60% del PBI en 2005, al 230% en 2050.<sup>9</sup>

Este fenómeno fue señalado con notable claridad hace un siglo y medio por Carlos Marx: “La deuda pública, o sea, la enajenación del Estado –absoluto, constitucional o republicano–, imprime su sello a la era capitalista. La única parte de la llamada riqueza nacional que entra real y verdaderamente en posesión colectiva de los pueblos modernos es... la deuda pública. (...) El crédito público se convierte en credo del capitalista. Y al surgir de las deudas del Estado, el pecado contra el Espíritu Santo, contra el que no hay remisión, cede el puesto al perjurio de la deuda pública. La deuda pública se convierte en una de las más poderosas palancas de la acumulación originaria. Es como una varita mágica que infunde virtud procreadora al dinero improductivo y lo convierte en capital sin exponerlo a los riesgos ni al esfuerzo que siempre conlleva la inversión industrial e incluso la usuraria. En realidad, los acreedores del Estado no entregan nada, pues la suma prestada se convierte en títulos de deuda pública, fácilmente negociables, que siguen desempeñando en sus manos el mismísimo papel que el dinero. Pero, aun prescindiendo de la clase de rentistas ociosos que así se crea, y de la riqueza improvisada que va a parar al regazo de los financieros que actúan de mediadores entre el gobierno y el país, la deuda pública ha venido a dar impulso tanto a las sociedades anónimas, al tráfico de efectos negociables de todo género, como al agio;

<sup>9</sup> Standard & Poors. Sovereign Ourlook, mayo de 2005.

en una palabra, a la lotería de la Bolsa y a la moderna bancocracia.” (Marx, 1973, tomo 1, pp. 641 y 642).

El endeudamiento público somete, a su vez, a los gobiernos y a las sociedades a la disciplina de los mercados financieros. Como sostiene un agudo analista del sistema financiero “La deuda pública es un poderoso medio de asegurar que el Estado permanezca en las manos del capital. Cuanto más alta es la deuda del gobierno, más tiene que complacer a sus banqueros.” (Henwood, 1998, p. 22).

Cuando la deuda es tomada en el mercado de bonos la situación puede ser peor, porque ese mercado varía diariamente sus “juicios”, que pueden afectar las finanzas públicas y las economías, independientemente de la solvencia de los indicadores fundamentales de las cuentas públicas o la producción.

La expansión de las actividades financieras en relación con las de la economía real, y la progresiva erosión de los límites precisos entre unas y otras en muchas zonas de la actividad económica, plantea cada vez con más fuerza una vieja pregunta: ¿hasta qué punto las actividades financieras y la obtención de ganancias en esa esfera puede seguir aumentando sin poner en riesgo el conjunto del andamiaje económico? ¿El aumento de las actividades financieras implica la creación de una burbuja destinada al estallido letal o es tan sólo un aspecto problemático pero normal en el giro de los negocios del capitalismo contemporáneo? Si la respuesta es esta última, ¿qué efectos tiene la expansión financiera sobre las actividades productivas y comerciales y la vida social?

## Capítulo 2

### **Liberalización, desregulación, especulación**

En los años sesenta comenzó a configurarse el escenario de liquidez, especulación y crisis que domina la globalización financiera contemporánea. En esos años, el sistema financiero pasó de la escasez de dólares que caracterizó el período de la segunda posguerra, a una abundancia de dólares creada por los déficit comerciales y la salida de capitales de los Estados Unidos. La abundancia de dólares debilitó el respaldo oro de la moneda estadounidense y condujo a la quiebra del sistema de Bretton Woods, y al comienzo de un mercado crecientemente liberado y especulativo. La inconvertibilidad y devaluación del dólar de comienzos de los setenta, contribuyó, con otros factores políticos, a desencadenar el aumento del precio del petróleo, lo que a su vez tuvo consecuencias inflacionarias que fueron enfrentadas por los Estados Unidos con aumentos en las tasas de interés. El aumento de los intereses gatilló la crisis de la deuda, que había crecido al calor de la liquidez creada por el superávit petrolero.

La reducción del superávit comercial de los Estados Unidos se debía a la pérdida de competitividad de ese país

ante el avance de Europa y Japón y, en alguna medida, a la industrialización de algunos países subdesarrollados. La salida de dólares se explicaba, además, por las inversiones de las corporaciones en el exterior.

Como parte de los dólares invertidos y ganados en el exterior permanecían en el mercado financiero internacional, es decir no volvían a su país de origen, a mediados de los sesenta los pasivos de los EE.UU. en el mundo superaban sus reservas de oro.

La caída de las reservas generó desconfianza en la convertibilidad a los 35 dólares por onza troy establecidos en Bretton Woods, y el precio del oro en el mercado de Londres aumentó por encima de ese nivel.

Para desalentar la demanda de oro de la Reserva Federal, los Estados Unidos propusieron y lograron imponer la creación, en 1961, de un Pool del Oro. En ese sistema, los gobiernos de Gran Bretaña, Suiza y los de la Comunidad Económica Europea se comprometieron a reducir sus reclamos de oro a la Reserva y a vender oro en el mercado para refrenar la demanda del metal.

A fines de los años sesenta las potencias comenzaron a discutir la forma de crear liquidez internacional para que no estuviera atada a la acumulación de oro o dólares y, con ese propósito, en 1967 crearon los Derechos Especiales de Giro (DEG).

Los DEG eran entregados por el FMI a cada país según su cuota en el Organismo. Los derechos creados fueron muy pocos y aún hoy constituyen una parte reducida de las reservas mundiales. En 1968 se disolvió el Pool, y el oro comenzó a tener dos precios, uno el de los bancos centrales y otro el del mercado privado. Este último comenzó a aumentar revelando la creciente desconfianza del mercado

en la viabilidad del sistema. En 1949 los EE.UU acumulaban el 60% de las reservas mundiales. A fines de los sesenta tenían el 10 por ciento.

El gobierno de Francia comenzó a cambiar sus reservas de dólares por oro y exigió a los Estados Unidos que devaluara el dólar. Éstos, por su parte, presionaron a Alemania y Japón para que revaluaran sus monedas. Las potencias no se pusieron de acuerdo sobre un nuevo sistema de paridades. En septiembre de 1971, Richard Nixon rompió unilateralmente y sin previo aviso los acuerdos de Bretton Woods, declarando la inconvertibilidad del dólar. En términos prácticos, la decisión estadounidense significó un gigantesco *default* porque todos los que tenían oro bajo la forma de billetes emitidos por la Reserva Federal, se quedaron con un papel sin respaldo metálico y de valor incierto.

Las potencias se reunieron a negociar un nuevo acuerdo de paridades bajo la presión del chantaje estadounidense. Ese año se firmó el acuerdo Smithsonian, que incluía la inconvertibilidad y devaluación del 8% del dólar. Este acuerdo requería que los países mantuvieran políticas monetarias similares, como en cualquier sistema de tipo de cambio fijo, pero teniendo en cuenta que las monedas ya no tenían el respaldo de la convertibilidad, y que los inversores serían más sensibles a las variaciones de tipos de interés o a los cambios en las condiciones macroeconómicas que pudieran amenazar la estabilidad de los cambios establecidos.

El acuerdo fracasó porque en 1972 los EE.UU. estaban en un período preeleccionario y siguieron una política monetaria de tasas de interés bajas para estimular la economía mientras Alemania mantuvo sus tasas de interés

más elevadas para evitar la inflación. Como consecuencia el mercado de eurodólares atrajo una corriente de divisas que aumentó su capacidad prestable.

Con el aumento de liquidez, es decir aun antes de que se produjera el primer *shock* petrolero y un superávit en los países petroleros, los bancos comenzaron a ofrecer préstamos a países de la periferia, algunos de los cuales demostraron ser deudores poco solventes. Entre los clientes figuraron Brasil, Perú, Zaire, México y Corea del Sur.

A principios de 1973 el gobierno de los EE.UU. devaluó el dólar otro 10% y los bancos centrales europeos se lanzaron a comprar dólares para evitar la apreciación de sus monedas, pero no pudieron seguir el tren de la oferta. En un primer momento se creyó que los movimientos cambiarios eran temporarios, provocados por una especulación generada, a su vez, por la incertidumbre reinante. Pero los tipos de cambio no volverían a estabilizarse: la incertidumbre y la especulación cambiarias se convirtieron en rasgos estructurales del sistema.

En febrero y marzo de 1973, los bancos centrales de Alemania y Japón compraron abundantes dosis de moneda norteamericana para mantener la cotización pero no pudieron seguir el tren de la oferta. En marzo de 1973 el sistema de tipos de cambio fijo fue abandonado y comenzó la era de los tipos de cambio flexibles. El mundo industrial dejó de tener un sistema monetario para tener un mercado de monedas o un "no sistema", según la expresión del teórico monetario Robert Triffin.

Este punto de la historia es decisivo porque la flotación cambiaria marca la desaparición de los últimos vestigios de los acuerdos de Bretton Woods en lo que se refiere a la regulación precautoria del mundo financiero internacional

y abre la puerta a la libre acción de los operadores financieros nacionales e internacionales. Las libertades y posibilidades del mundo del dinero comenzarían a ampliarse en pocos años más con el inicio de la apertura de los países industriales a los movimientos de capital de corto plazo. La nueva era de las corrientes espasmódicas de capital, de las quiebras bancarias y las crisis financieras, había comenzado.

El escenario de tipos de cambio fluctuantes abrió nuevas y generosas oportunidades a la especulación cambiaria, que fueron rápidamente aprovechadas.

A partir de 1976 el dólar volvió a depreciarse como consecuencia de las políticas expansivas de los Estados Unidos (gastos por la guerra en Vietnam y las políticas sociales de Lyndon Johnson). Luego de innumerables intentos frustrados de coordinación monetaria, en septiembre de 1985 los representantes de las cinco potencias se reunieron en el Hotel Plaza de Nueva York y acordaron intervenir conjuntamente para evitar la depreciación del dólar. No obstante, los EE.UU. volvieron a incumplir su parte porque los monetaristas, a cargo de la política económica, creían que su objetivo era sólo fijar el crecimiento de la oferta monetaria y que las variaciones de los tipos de cambio eran consecuencia de la oferta y demanda de divisas del mercado, que no debía obstruirse. Por lo tanto el dólar siguió cayendo, depreciándose ante el marco y el yen. No obstante el déficit comercial de los EE.UU. siguió creciendo, y con él, las presiones proteccionistas.

En febrero 1987 el G-5, más Canadá, volvió a reunirse, esta vez en París, y acordó nuevamente sostener las cotizaciones de las divisas dentro de una franja. El acuerdo logró tan sólo unos meses de estabilidad. Una de las causas de la restricción monetaria de los Estados Unidos fue la caída de

la bolsa de Nueva York en octubre de 1987. Alan Greenspan, recién ingresado a la Reserva Federal, tomó nota de los efectos de la restricción monetaria en los años treinta y practicó una política de tasas de interés bajas para mejorar la liquidez y logró conjurar la crisis.

### Los petrodólares y la deuda

Otro factor decisivo para la ampliación de la liquidez mundial fue el aumento de los precios del petróleo. En octubre de 1973 el precio del petróleo se multiplicó por dos y en diciembre volvió a duplicarse. Los países de la OPEP se prepararon para ganar ochenta mil millones de dólares. Pero los países petroleros podían gastar sólo una proporción reducida de ese aluvión de divisas, en buena medida porque eran economías atrasadas con escasos campos para la inversión, al menos en el corto plazo. En consecuencia, los fondos comenzaron a fluir hacia los principales bancos del mundo.

Entre 1974 y 1978 el saldo excedentario de los países petroleros fue de 170.000 millones de dólares y después del segundo shock entre 1979 y 1981 alcanzó los 225.000 millones. Entre 1974 y 1981 las salidas de capital desde los países de la OPEP superaron los 460.000 millones de dólares. De esa suma, 160.000 se colocaron como depósitos en los bancos occidentales; 230.000 millones se destinaron a la compra de acciones y de obligaciones públicas y privadas, a la concesión de créditos bilaterales y a inversiones directas en los países occidentales; 60.000 millones fueron prestados a países no desarrollados y otros 10.000 millones se depositaron en el FMI y el Banco Mundial.

En un primer momento se creyó que el reciclaje de petrodólares contribuiría a solucionar los desequilibrios de

pagos. Como afirma el especialista en finanzas Roy Culpeper, con el tiempo se supo que "el comportamiento de los bancos fue estimulado por funcionarios gubernamentales en todo el mundo y por organismos internacionales como el FMI" (IMF, 1995, p. 20) que consideraban que los bancos estaban contribuyendo a recolocar el dinero de los excedentes petroleros y a cubrir los desequilibrios de sector externo que la crisis productiva y petrolera había causado en muchas zonas de la periferia. Pero, en realidad, sólo estaban creando condiciones para una serie de crisis cambiarias y bancarias de la periferia.

La afluencia de fondos de países árabes hacia los bancos estadounidenses no tuvo sólo un impacto financiero. También despertó la inquietud de una comisión investigadora del Senado. La comisión planteó el temor de que los depósitos fueran utilizados como un instrumento de presión de los países árabes sobre la política estadounidense, y para conocer la magnitud del fenómeno solicitó a los bancos informaciones sobre el volumen de petrodólares.

Los temores de los legisladores se toparon rápidamente con la pared del sacrosanto secreto bancario: tanto los bancos como la Reserva Federal se opusieron a proporcionar la información solicitada argumentando que si se publicaba, los árabes podrían retirar su dinero creando problemas de liquidez a los bancos, y en muy poco tiempo: de hecho la mayor parte de los fondos estaban colocados a corto plazo.

No obstante, la comisión senatorial obtuvo parte de lo que pretendía y los datos que consiguieron ilustraron sobre el grado de volatilidad que se estaba construyendo en el mundo financiero. Los bancos informaron el volumen total de depósitos de los bancos m

y de esos datos se dedujo que los fondos árabes representaban el 6% del total de depósitos de los seis principales bancos del país y que la mitad de ellos vencían dentro de los treinta días.

Un Informe de la Comisión de Relaciones Exteriores del Senado de los EE.UU., de agosto de 1977, sostuvo: "Mientras el alza de los precios del petróleo constituyó algo muy semejante a un desastre para la economía mundial, en cambio para los bancos fue como una mina de oro". (Sampson, 1983, p.183). En la primera mitad de los setenta los beneficios obtenidos por los grandes bancos estadounidenses en sus operaciones internacionales aumentaron sustancialmente mientras el resto de sus ingresos, más vinculados a la economía estadounidense en crisis, se estancaron o descendieron. En 1976 el Citibank obtuvo el 13% de sus ingresos globales de sus operaciones con Brasil, mientras que de sus operaciones en los EE.UU., mucho más amplias, obtuvo el 28% de sus ganancias.

En los ochenta, el reciclaje de los petrodólares hacia la periferia se redujo por varios motivos. El más importante fue, sin duda, la crisis de los grandes deudores latinoamericanos y el temor de los inversores a prestar al resto de los países periféricos.

Pero, por otra parte, los Estados Unidos comenzaron a absorber financiamiento e inversiones directas debido al aumento en la tasa de interés provocado por la política monetaria, a la recuperación de la economía a mediados de los ochenta y la ola de fusiones y adquisiciones de las grandes corporaciones.

La dirección de los flujos financieros volvió a cambiar a fines de los ochenta por la baja de la tasa de interés en los Estados Unidos y la recesión en ese país y en otros industriales.

En esos años ya existían nuevos y ávidos demandantes de crédito: por una parte volvían al mercado países latinoamericanos que se habían recuperado, bien que transitoriamente, de la crisis de la deuda de los ochenta y, por otra, varios países asiáticos se convertían en la meca de los préstamos para el sector público y el privado, para los préstamos financieros y las inversiones directas. En ambos puntos de la geografía planetaria comenzaba a gestarse una nueva burbuja destinada a desembocar en una nueva crisis. La oferta de fondos en ese período fue alimentada por la denominada "institucionalización de los ahorros" es decir, por el crecimiento de instituciones como los fondos de pensión y los fondos de inversión, especialmente, en los Estados Unidos.

### La Unión Europea

"La desilusión causada por la volatilidad de las tasas flotantes sobrevino más temprano y con mucha más fuerza dentro de Europa que en cualquier otro lugar del mundo, en parte por la colosal magnitud de los flujos comerciales dentro de la región y, en parte, debido a que las tasas de cambio fluctuantes hacen del manejo de las instituciones de la Comunidad Europea, en particular de la política agrícola común, una pesadilla administrativa", sintetiza Krugman (1997, p. 293), la decisión europea de coordinar sus monedas.

Efectivamente, desde el inicio de las turbulencias cambiarias de los setenta, los países de la Comunidad Económica Europea (CEE) procuraron mantener un espacio de estabilidad cambiaria, requisito indispensable para un proceso de integración económica.

Un primer antecedente de acuerdos monetarios en Europa fue la Unión Europea de Pagos de 1949. La administración del Plan Marshall presionó a los europeos para que aceptaran la creación de una cámara de compensación de pagos para facilitar la cancelación de deudas entre países europeos. Los Estados Unidos creían que ese sistema facilitaría la recuperación europea y, en consecuencia, el multilateralismo al que aspiraban los Estados Unidos.

El proyecto tenía dos críticos. El Departamento del Tesoro, que creía que la Unión retardaría, en lugar de acelerar, la liberalización del comercio, y los banqueros británicos, recelosos de cualquier sistema que amenazara su papel de financistas hegemónicos. No obstante la Unión se aprobó en 1950. En 1972, como respuesta a las turbulencias monetarias, la Comunidad creó la serpiente monetaria. Éste era un acuerdo para estabilizar las monedas participantes dentro de una banda de fluctuación estrecha. El intento fracasó porque, desde el inicio, las monedas participantes, inclusive el franco francés y el marco alemán, no pudieron mantenerse dentro de la franja establecida.

Con la coordinación de las monedas, Europa procuró convertir a la CEE en un mercado realmente unificado y evitar los problemas que las variaciones de los tipos de cambio entre los países miembros creaban a la Política Agraria Común.

En 1979, ocho miembros de la Comunidad Europea: Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Dinamarca, Irlanda, Luxemburgo y Holanda, crearon el Sistema Monetario Europeo. Se fijaron tipos de cambio dejando que variasen en forma conjunta respecto al dólar estadounidense y entre sí dentro de una franja reducida. España se unió al sistema en 1989, Gran Bretaña en 1990 y Portugal en 1992. Ese año, la

libra esterlina salió del sistema empujada por los especuladores. Italia a su vez sacó a la lira de la flotación. El sistema se flexibilizó con la ampliación de los márgenes de flotación. Junto con el sistema se creó la Unidad de Cuenta Europea o ECU, cuyo valor estaba determinado por una canasta de monedas europeas. La participación de cada moneda en la canasta estaba determinada por la importancia de la economía y el volumen de comercio del país emisor.

En 1991, con el Tratado de la Unión Europea firmado en Maastricht, Europa dio un nuevo paso adelante en la integración, tras la creación de la Unión Europea y del euro. El euro representa a un grupo de naciones con un PBI similar al de los Estados Unidos y una porción de comercio mundial mayor. En el momento en que comenzó su emisión, en 1999, las dos terceras partes de las reservas de los bancos centrales y la mitad de los depósitos en moneda extranjera en el mundo eran en dólares en tanto la mitad del comercio mundial se hacía en esa moneda. Se esperaba que el euro ganara espacio en las reservas y en las transacciones en relación con el dólar, lo cual erosionaría la hegemonía monetaria estadounidense.

### **El papel del Euromercado**

La aparición y ampliación del Euromercado o del mercado de eurodivisas fue uno de los hechos que más contribuyó a crear el moderno mercado financiero internacional por el simple hecho de que nació como un mercado libre que comenzó a competir con los mercados regulados.

Cuando era director para Europa del Institutional Investor, una publicación especializada en el mercado de inversores institucionales, Darle Delamaide escribió: "La crisis de la

deuda no habría podido producirse nunca sin el Euromercado. (...) Los bancos norteamericanos, los bancos europeos, los bancos japoneses todos los bancos hicieron grandes préstamos de dinero a través del Euromercado. México, Brasil y Argentina, todos estos países consiguieron sus créditos a través del Euromercado. No existía ninguna regulación, no había ningún banco central, no cabían interferencias. El Euromercado inventó las técnicas de préstamo, las instituciones y la libertad de reciclar en un mundo de monedas fluctuantes. El Euromercado era un poco como la Tierra de Jauja, un lugar de riqueza donde todos los deseos se convierten en realidad. Los activos eran líquidos, el anonimato razonablemente seguro y los tipos de interés elevados. El mercado movilizaba millones de dólares de la noche a la mañana, con sólo emitir unos cuantos télex, sin interferencias oficiales. Para los bancos era lo mejor del mundo. Se sentían en el Euromercado mejor que en su propia casa. En él, los bancos operaban sin ninguna clase de supervisión ni de reglamentación directa. Realizaban grandes negocios al por mayor, compensando los generosos *cash flow* que obtenían con sólo unos gastos generales marginales." (Delamaide, 1985, p. 54).

Esta maravillosa Tierra estaba formada por los depósitos en dólares realizados en países europeos y, fundamentalmente, en el mercado de Londres: en 1957 a raíz de una crisis en la balanza de pagos, el gobierno británico prohibió a los bancos prestar en libras al exterior. Los bancos comenzaron a realizar préstamos externos en dólares y, por lo tanto, a incrementar su captación de esas divisas. Así nacieron los eurobancos y el mercado de eurodivisas. Los bancos que operaban en los mercados internos estaban sujetos a restricciones en materia de tasa de interés y préstamos

al exterior o a agentes extranjeros, con el propósito de controlar la oferta monetaria interna y regular los flujos de entrada y salida de capitales. Además debían mantener, como sigue sucediendo, reservas mínimas para garantizar su solvencia.

Por el contrario los fondos en moneda extranjera, que no podían utilizarse para prestar en el mercado interno, no estaban sujetos a ese tipo de restricciones, por lo que resultaban más baratos.

El primer aporte al mercado de eurodivisas fueron dólares que la URSS trasladó de bancos estadounidenses a Londres en el ascenso de la Guerra Fría, por temor a una confiscación. Una leyenda dice que el nombre de eurodólar surgió, precisamente, de la denominación que utilizaba un banco soviético asentado en Londres para referirse a los depósitos en dólares que mantenía en bancos de la City.

El Euromercado se fortaleció en los años cincuenta con los depósitos de las corporaciones estadounidenses. En un primer momento las corporaciones mantenían dólares en los bancos europeos para atender las necesidades de sus crecientes inversiones extranjeras en el Viejo Continente. El interés de las corporaciones de conservar sus dólares en Europa aumentó cuando el gobierno de los EE.UU, alarmado por el creciente déficit en su Cuenta Corriente trató de reducir la salida de capitales con medidas para desalentar las inversiones extranjeras y para desalentar la toma de créditos de bancos estadounidenses por parte de los europeos. En esas circunstancias las compañías y bancos estadounidenses decidieron aumentar sus depósitos en Europa, los bancos para prestar desde allí, y las corporaciones para no reingresar dólares a los Estados Unidos.

A fines de los años sesenta el gobierno estadounidense restringió la oferta monetaria para combatir la inflación creada por los gastos de la guerra de Vietnam y los proyectos sociales vinculados con la política de la Gran Sociedad del presidente Lyndon Johnson. Las tasas de interés en el mercado estadounidense aumentaron, lo cual perjudicó a los bancos que no podían ofrecer mejores rendimientos a sus inversores y ahorristas por los topes a las tasas que establecían las regulaciones. Para escapar de esa trampa, los bancos estadounidenses que no tenían sucursales en Europa comenzaron a abrirlas. Como las sucursales de los bancos estadounidenses en Europa y los bancos europeos ofrecían mejores rendimientos que los obtenibles en los Estados Unidos, las corporaciones comenzaron a trabajar con las sucursales de bancos estadounidenses depositando allí su dinero, al engrosar el euromercado.

Otro factor que influyó en el aumento de Euromercado fue el incremento de la inflación. Así como en los años treinta el gran fantasma del capitalismo había sido la depresión de los precios, en los años sesenta comenzó a ser la inflación, un fenómeno desconocido en la anterior fase de desarrollo del capitalismo, en el siglo XIX.

La inflación persistente se contraponía a las teorías dimitonómicas del libremercado y el librecambio, según las cuales los mercados pueden sufrir un desajuste, pero tienden más tarde al equilibrio. Pero los mercados de las economías industriales no eran de competencia perfecta sino cada vez más concentrados y la fortaleza de los sindicatos impedía practicar ajustes de mercado que incluyeran reducciones del precio salario.

Ante el problema de una inflación rampante los gobiernos respondieron tratando de cubrir sus desequilibrios

fiscales no con emisión monetaria sino con emisión de títulos de deuda en el Euromercado.

En 1969 se realizó el primer préstamo en eurodólares a la periferia, por 80 millones de dólares, una cifra grande por ese entonces. El destinatario fue Irán. Se trató también del primer crédito sindicado, cuyo monto se forma con el aporte de varios bancos. Durante el mismo año, veinte bancos se reunieron para otorgar un crédito a Italia que necesitaba financiamiento para hacer frente a una de las recurrentes ondas de desconfianza sobre la paridad de la libra. Los intereses del crédito se fijaron con un margen por encima de la tasa libor —la tasa de referencia del mercado londinense—, y se ajustaban semestralmente según las fluctuaciones de la tasa londinense. Este procedimiento se convirtió en habitual para los créditos internacionales posteriores. En otros términos, abrió el camino para el mercado de crédito de tasas variables.

“Al principio —sostuvo un banquero en esa época—, me asombró ver lo fácil que parecía todo. La primera vez que firmé un contrato para prestar veinte millones de dólares a un país del que apenas sabía nada, pensé ‘debemos de estar locos’”. (Sampson, 1983, p. 149).

#### **Desregulación made in USA**

El gobierno de Ronald Reagan impulsó la desregulación que ya se estaba produciendo en el mercado financiero estadounidense cuando el nuevo presidente llegó a la Casa Blanca.

En 1980 se aprobó la Depositary Institutions Desregulation and Monetary Control Act que redujo los niveles de reservas obligatorias que debían mantener los bancos y

propuso la paulatina eliminación de la regulación Q, que establecía topes sobre los intereses de los depósitos bancarios. Los límites serían abolidos en 1983. La eliminación de la regulación Q convalidó las conductas de las entidades financieras que habían creado diversos instrumentos que, amparándose en ambigüedades en la legislación, ofrecían a los depositantes más beneficios que los legalmente admitidos. Posteriormente, la Depository Intermediary Deregulation and Monetary Control Act de 1980 eliminó los topes a las tasas de interés.

En 1981, el gobierno dio un impulso al circuito internacional *off shore* autorizando a los bancos residentes en los Estados Unidos a establecer sucursales de servicios bancarios internacionales (International Banking Facilities). Estas entidades aceptan depósitos de y hacen préstamos a extranjeros. No tienen topes a tasas de interés, ni requisitos de liquidez, ni pagan impuestos. Con anterioridad, ese tipo de operaciones se hacía a través de las sucursales en el Caribe.

En 1984 Japón hizo su aporte a la liberalización financiera cuando, bajo la presión estadounidense, dio mayor libertad a los residentes para invertir en el exterior y amplió las facilidades para que los extranjeros invirtieran en el país. En 1986 se abrió un mercado bancario *off shore* en Tokio.

En los Estados Unidos, la Garn-St Germain Act de 1983 dio amplias libertades para las entidades financieras no bancarias, lo que condujo a la gran crisis de las compañías de ahorro y préstamo a fines de los ochenta. A mediados de la década se redujeron también restricciones para que las empresas pudieran cotizar en las bolsas de valores. En 1984 se eliminaron restricciones que impedían a las empresas estadounidenses emitir bonos en dólares en el extranjero (es decir, tomar crédito en el mercado de eurodólares) lo

cual, de todos modos, ya estaban haciendo. Se facilitó la participación de los bancos, fondos de pensión y compañías de seguro en las inversiones bursátiles.

Finalmente, la reforma Gramm-Leach-Bliley permitió la vinculación de bancos comerciales y de inversión, y de éstos con aseguradoras, revirtiendo parcialmente la separación establecida en 1933 con el acta Glass Steagall.

También se redujeron las restricciones para la expansión de los bancos fuera de sus Estados. A partir de los ochenta, se fueron eliminando en casi todo el mundo los requisitos para la emisión de acciones y la concesión de préstamos y la emisión de títulos. En la actualidad los mercados más liberalizados son los anglosajones, aunque las normas de Maastricht también contemplan la liberalización de los europeos continentales.

Un elemento decisivo para el aumento de la circulación de capitales fue la expansión de la inversión externa de las corporaciones. El establecimiento de filiales y la división de tareas de la firma en diferentes países generó una circulación de dinero entre los diferentes asentamientos de las corporaciones en casi todo el planeta.

Cuando llegaron los noventa, el dinero gozaba en casi todo el mundo, y en la más amplia gama de operaciones, la más amplia libertad para circular, reproducirse y, eventualmente, ocultarse prudentemente en paraísos fiscales.

En 1992 las nuevas condiciones mundiales se cobraron una víctima importante: la libra esterlina, en cuya caída se conjugaron elementos políticos, económicos y especulativos. Luego de la reunificación, Alemania Federal incurrió en enormes gastos públicos para asistir al sector oriental. La creación de liquidez produjo inflación que el Bundesbank, el banco central de Alemania Federal, enfrentó con

su tradicional política monetaria estricta, aumentando las tasas de interés. El incremento de los rendimientos en Alemania atrajo capitales especulativos, lo cual equivalió a una salida de divisas de otros países, principalmente de Gran Bretaña e Italia (venta de libras esterlinas y liras para comprar marcos). Ambos países trataron de mantener la paridad de sus divisas pero los especuladores apostaron a la devaluación y ganaron. En la primera fila de los apostadores estuvo George Soros, quien se precia de haberte torcido el brazo nada menos que al Banco de Inglaterra.

El episodio puso de manifiesto el poder monetario alemán y, como señala un analista del período, “la utilización desconsiderada de la política monetaria por parte del Bundesbank puso en evidencia la imposibilidad de ejercer políticas monetarias independientes de la alemana. De común acuerdo, Alemania elevó su monetarismo a categoría europea”. (Carreras, 2003, p. 409).

La ortodoxia monetaria alemana, entronizada en el Banco Central Europeo, es considerada por el establishment como garantía de que la contención de la inflación será prioritaria frente a otros objetivos, como el nivel de actividad o de empleo.

### Capítulo 3 Historia de órdenes y desórdenes

El mercado financiero moderno se configuró en el siglo XIX al calor de la expansión económica: el aumento de la producción en los países industriales y en las periferias, la ampliación del mercado mundial y el incremento de la inversión fija crearon necesidades de crédito y de nuevos instrumentos financieros y, también, la oportunidad de nuevos negocios financieros a escala cada vez más globalizada. El desarrollo del mercado financiero fue apoyada por la estabilidad de precios y por cambios institucionales y tecnológicos.

Los primeros antecedentes de la globalización pueden situarse en el desarrollo de la red comercial mundial promovido por las expediciones europeas hacia Asia y América.

En el siglo XIX los vínculos económicos se potenciaron con el desarrollo de las industrias, y de nuevos medios de transportes que, a su vez, fueron ganando capacidad y velocidad con la incorporación de nuevos materiales y nuevas tecnologías.

En ese contexto, los mercados financieros de las principales ciudades estaban vinculados, de modo que cualquier suceso significativo en uno de ellos repercutía sobre

los demás. En 1875, observando la baja de los precios bursátiles en todos los mercados, el barón Carl Meyer von Rothschild pudo decir: "El mundo entero se ha convertido en una ciudad." (Citado por Kindleberger, 1993, p. 173).

### El orden británico

El dominio del orden previo al siglo XIX era compartido por las cinco potencias atlánticas: España, Holanda, Portugal, Francia e Inglaterra.

El del siglo XIX fue un orden británico. Gran Bretaña disfrutó de un enorme poder productivo, comercial (por poseer la principal flota naviera) y bélico y, además, de la debilidad de sus competidores. Según Ferrer, "Después de las guerras napoleónicas y hasta la guerra de Francia y Prusia, es decir, entre 1815 y 1870, en el sistema internacional existía un vacío de poder" porque las potencias secundarias estaban concentradas en sus propios conflictos (Ferrer, 2000, p. 140). Gran Bretaña era la única potencia capaz de llenarlo, y lo hizo. En el período citado los territorios bajo su dominio aumentaron en 8 millones de km<sup>2</sup>.

Una de las bases del poder del imperio británico fue su capacidad de fundar un mercado monetario local, dirigido por el Banco de Inglaterra, que convirtió a Londres en la principal plaza financiera del momento, el lugar donde se realizaba la mayor parte de las operaciones financieras internacionales y desde donde salía la mayor parte de las inversiones y préstamos hacia todos los rincones del mundo.

Más aún, en los últimos tramos del siglo se desarrolló un sistema monetario internacional basado en la convertibilidad de las monedas en oro, cuya moneda dominante era

la libra esterlina y el banco central con mayor capacidad para dictar la política monetaria al resto del mundo era el Banco de Inglaterra.

La expansión del capital financiero facilitó el desarrollo del comercio y de las inversiones externas de Gran Bretaña y de las demás potencias, y contribuyó a la creación de un mercado global de dinero, bienes y servicios.

Entre 1850 y 1913 la liquidez internacional, medida por el circulante de metales preciosos y billetes y depósitos a la vista, creció 15 veces mientras la producción aumentó 4 veces. En la última década del siglo XIX el mercado de capitales estaba mejor integrado que en los años setenta y ochenta del siglo XX.

Según dos estudiosos de la globalización, "No hay nada nuevo acerca de las corrientes de capital internacionales; de hecho han sido considerablemente mayores en el pasado en relación con el tamaño de la economía mundial" Además, en el siglo XIX, "Los mercados de capital estaban extremadamente bien integrados a fines del siglo XIX. El capital era altamente móvil, respondiendo en forma flexible a los diferenciales de tasas de retorno entre las naciones exportadoras de capital y las importadoras" (O'Rourke y Williamson, 1999, pp. 14 y 225).

Londres se convirtió en el centro del mundo financiero internacional por el volumen de sus transacciones en divisas, originadas en su comercio y en la venta de servicios como fletes y seguros, y también por el desarrollo y la experiencia de sus instituciones financieras. A medida que los flujos de capital se liberaron y los mercados monetarios nacionales se unieron bajo el sistema de patrón oro, el Banco de Inglaterra se convirtió en una especie de banco central internacional: su política de descuento influía

sobre el nivel de las tasas de interés y las corrientes de capital en el espacio interconectado.

Durante el período 1880-1914, las corrientes internacionales (en términos relativos al producto) fueron quizá tres veces mayores que en el decenio de los años ochenta.

Para el semanario británico *The Economist*, "En algunas indicadores económicos como la proporción de capital externo en la inversión doméstica, flujos de inversión externa con relación al producto nacional, flujos de personas en relación a la población mundial, el mundo estaba más integrado antes de 1914 que ahora y, en algunos casos, mucho más" (*The Economist* 20-9-97).

Uno de los elementos determinantes del auge económico y de la expansión financiera del siglo XIX fue el período de paz sin precedentes que Europa disfrutó entre 1815-1914, sólo interrumpido por la corta Guerra Franco Prusiana de 1871. La paz contribuyó a facilitar los préstamos internacionales y la cooperación entre los bancos centrales que fue, a su vez, decisiva para el buen funcionamiento del patrón oro. Si bien el capital siempre había lucrado con las guerras, el auge de los negocios y el comercio internacional durante el siglo creó expectativas de progreso y de ganancias basadas en el orden pacífico. En 1866, el banquero francés Anthony de Rothschild sostuvo: "Queremos la paz a cualquier precio, ¿Qué nos importan a nosotros Alemania, Austria o Bélgica? Ya pasó el tiempo de esas cosas." (Citado por Sampson, 1983, p. 49).

Al mismo tiempo algunos teóricos sostenían que, debido al entramado de intereses económicos internacionales, las naciones ya no tendrían interés en hacer la guerra, sino en el comercio. La estabilidad se convirtió en un bien preciado por el mundo de los negocios. "A finales del siglo XIX —señala el

historiador William Ashworth—, hubo una aceptación general de que la estabilidad en la bolsa debía ser el principal objetivo inmediato de la política bancaria. Los gobiernos y los círculos empresariales estaban de acuerdo en que ganarían más de lo que perderían mediante la estabilización de sus relaciones financieras recíprocas, sometiéndose a una disciplina internacional común en política monetaria, y no perturbando el comercio mediante acciones arbitrarias, unilaterales, que podrían crear incertidumbre sobre el valor de las deudas y de los créditos mutuos." (Ashworth, 1979, p. 242).

Los préstamos para financiar guerras habían jugado un papel importante en el enriquecimiento de los prestamistas y en la expansión de sus actividades. Pero la paz dio lugar a un aumento de la liquidez disponible para el financiamiento de actividades civiles y para actividades que se desarrollaban incluso en territorios poco conocidos. Como señala el historiador canadiense H. S. Ferns (1979), "Desde la revolución de 1688 un creciente sector de ingleses que poseía ingresos superiores a sus necesidades corrientes había descubierto que era posible prestar dinero al Estado sin perderlo. (...) Después de Waterloo, varias operaciones financieras terminadas con felicidad en el continente europeo fomentaron la creencia de que los ingleses podían prestar dinero con seguridad, no sólo a su gobierno, sobre el que la clase acreedora ejercía alguna influencia, sino también a gobiernos extranjeros, sobre los que no tenía ninguna". Según Ferns es necesario tener en cuenta este contexto para entender por qué a comienzos del siglo XIX muchos hombres con sentido común "se sintieron de pronto impulsados a invertir considerables sumas en los títulos de un gobierno recién nacido en una remota comunidad, de la cual no conocían casi absolutamente nada de primera mano" (p. 152).

Los inversores se mostraban dispuestos a satisfacer la avidez latinoamericana con un notable aventurerismo. “En 1823, 1824 y 1825 –relata el historiador de las finanzas Charles Kindleberger (1988)–, se hicieron fuertes inversiones en títulos gubernamentales de los países americanos recién independizados de España, sobre todo en México, Perú, Colombia y Centroamérica. Uno de los préstamos más pintorescos fue el emitido a favor de un personaje que se llamaba a sí mismo Gregor, el cacique de Poyais, un nuevo país fundado por él. En 1817, el aventurero escocés Gregor MacGregor había sido uno de los generales del ejército venezolano, pero lo abandonó en 1821 para instalarse entre los indios poyais donde terminó por crear su propio país. Éste (Gregor) consiguió fondos prestados en Londres, de los que nunca pagó ni el principal ni los intereses” (p. 301).

En el marco de la paz europea, la guerra siguió jugando un papel central en las finanzas ya que el financiamiento del armamentismo y las guerras en la periferia fue una constante a lo largo del siglo XIX. Los bancos europeos financiaron, por ejemplo, la guerra ruso-japonesa de 1904-1905. La derrota rusa a manos de los japoneses, apoyados por los británicos, minó las bases del zarismo y el crédito del régimen en Europa.

No obstante, Francia siguió financiando al zar debido a su alianza política con Rusia, cuyo objetivo era fortalecerse ante Alemania y porque la cuarta parte de sus inversiones externas estaban en el país del Este europeo. A partir de 1905 la insurgencia popular contra el zarismo creció, y el monarca respondió con una también creciente violencia. En ese momento Máximo Gorcky sostuvo que “todo ciudadano francés que compre los empréstitos es cómplice del genocidio de un pueblo”.

En la Argentina, buena parte de un empréstito tomado en 1824 sobre la base de bonos colocados por Baring en Londres, financió el gasto del enfrentamiento con Brasil de 1826-1828. Más adelante, en la década de 1860, señala el historiador liberal Ezequiel Gallo, “una parte no despreciable de los empréstitos fue destinada a financiar actividades no productivas, tales como la guerra con el Paraguay” (1865-1870) (Gallo, 1998, p. 20).

La disposición británica a financiar las empresas bélicas de las Provincias del Río del Plata era celebrada por Bartolomé Mitre, uno de los impulsores de la guerra del Paraguay. En 1861 escribió: “cuando las Provincias Unidas no encontraban un solo argentino que les prestare un real, el capital inglés envió a una sola de sus provincias (Buenos Aires) la cantidad de cinco millones de libras esterlinas... ¡Brindo por el fecundo consorcio del capital inglés y del progreso argentino” (Arenas, citado por Peña, 1975, p. 18).

La expansión de la inversión externa fue, como más tarde, en la segunda mitad del siglo XX, una de las vías de extensión de la red de pagos internacionales y, por lo tanto, de circulación de dinero a escala global. Ese proceso contribuyó también a consolidar las asimetrías del sistema económico mundial. Entre 1800 y 1913 el *stock* de inversiones extranjeras aumentó 100 veces mientras que el producto creció 4,5 veces y las exportaciones 400. Al final del período el *stock* de inversiones externas llegó a 350 mil millones de dólares, equivalentes a 1,5 veces el valor de las exportaciones de la época y cerca del 13% del producto mundial. (Ferrer, 2000). De esas inversiones, dos tercios correspondían a obligaciones de largo plazo públicas y privadas, y un tercio a inversiones directas en infraestructura, minería y explotación de recursos naturales.

Hasta 1870, la inversión externa inglesa se dirigió principalmente a la compra de títulos de deuda de gobiernos y, a partir de allí, se concentró en el financiamiento de infraestructura y, en particular, de ferrocarriles. Las inversiones y los préstamos garantizaban a Inglaterra un flujo de divisas relativamente autónomo de los ciclos del comercio internacional. A finales del siglo Inglaterra comenzó a sufrir déficit comerciales que balanceaba con los fletes cobrados por su enorme flota comercial, con los servicios cobrados por los seguros vendidos por las compañías inglesas y con los intereses ganados por sus inversiones. En la primera década del siglo XX los ingresos por servicios financieros llegaron a representar el 20% de los ingresos de divisas totales de Gran Bretaña. (Ashworth, 1979).

Los motores de la exportación de capital están en discusión. O'Rourke y Williamson (1999) puntualizan cuatro teorías que pretenden explicar las inversiones realizadas en su mayor parte, por Inglaterra. Una tesis enfatiza la demanda de inversiones en el nuevo mundo; la tesis de J. A. Hobson se basa en los excedentes de ahorro en los centros inversores; las aproximaciones marxistas prefieren una explicación basada en la caída de oportunidades de inversión en los países centrales y el propósito de contrarrestar la caída en la tasa de ganancia con la apertura de nuevos mercados; una cuarta opinión, basada en estudios demográficos sostiene que las inversiones en el nuevo mundo se explican por una baja capacidad de ahorro debida a la elevada composición de la población migrante.

La inversión externa y los préstamos a los países de la periferia se destinaron a consolidar su perfil de abastecedores de alimentos y materias primas, el endeudamiento público y el gasto improductivo: "En los países periféricos

la inversión privada directa se concentró en la explotación de recursos naturales y en la infraestructura (ferrocarriles, puertos, comunicaciones, servicios urbanos, energía) para integrar sus territorios en el orden global. La misma finalidad tuvo la inversión extranjera en las redes comerciales y financieras. La inversión directa extranjera fue así funcional a la inserción periférica de América Latina y los países independientes de Asia en el orden global. (...) El financiamiento externo para el sector público dio lugar a los más estrepitosos casos de especulación corrupción y subordinación de los deudores. En particular, las inversiones británicas, pero también las de Francia y otros países europeos, contribuyeron aparentemente a aliviar la crónica situación deficitaria de los fiscos de diversos países. En realidad, se convirtieron en causa principal de su iliquidez e insolvencia" (Ferrer, 2000, p. 381).

En el siglo XIX no había Fondo Monetario ni tribunales internacionales que garantizaran la seguridad jurídica de quienes prestaban o invertían en la periferia. El resguardo del dinero corría por cuenta de las presiones diplomáticas de los gobiernos y de las armadas de los países de los cuales surgían los capitales. "A veces los banqueros —explica Anthony Sampson—, en su impaciencia por prestar dinero a soberanos pródigos (como en Egipto o en Marruecos), precipitaban una crisis y forzaban la intervención de las potencias europeas. En todo caso, la confianza del banquero cuando prestaba dinero estaba fundada en la seguridad de tener a sus espaldas un imperio poderoso; la iniciativa de los bancos británicos tenía su soporte en la *Pax Britannica* mantenida por el Ejército y la Marina británicos. (...) En el fondo de los relatos románticos de grandes riesgos y osadas aventuras estaba el hecho, mucho menos romántico,

de que los banqueros se veían respaldados por las fuerzas armadas de sus naciones" (Sampson, 1983, p. 54).

En 1862 las tropas de Napoleón III ocuparon México con el pretexto de las deudas impagas, y le impusieron el emperador Maximiliano III. Turquía, Egipto y China sufrieron la confiscación de sus rentas de aduana por parte de potencias extranjeras que pretendían cobrar los préstamos concedidos a esos países. En 1902 Gran Bretaña, Alemania e Italia bloquearon los puertos de Venezuela para obligar a ese país a pagar su deuda. Este último episodio dio lugar a la formulación de la Doctrina Drago, concebida por el ministro de Relaciones Exteriores argentino José María Drago, según la cual el incumplimiento de una deuda de un Estado soberano con súbditos de otros Estados no autoriza la intervención armada de esos Estados.

### Bancos y monedas

Con la creación del Banco de Inglaterra nacieron las operaciones típicas de los bancos centrales: la fijación del tipo de interés nacional y las operaciones de mercado abierto, con las cuales los bancos compran y venden títulos para inyectar o sacar dinero del mercado. Cuando los bancos centrales pertenecen a los centros financieros y comerciales dominantes, tienen la capacidad de influir en las tasas de interés de operaciones internacionales y la vigente en países más débiles. Tal es el caso del Banco de Inglaterra en la Gran Bretaña de la segunda mitad del siglo XIX, y de la Reserva Federal de los EE.UU. en los últimos veinticinco años.

En muchos casos los bancos centrales pretenden ser independientes y regirse según criterios estrictamente técnicos y persiguiendo objetivos macroeconómicos, monetarios

o reales, de interés común. Pero aun los más independientes están sometidos a las presiones de los gobiernos y de los grandes grupos de interés. Refiriéndose al desempeño del Banco de Inglaterra durante el siglo antepasado, Galbraith sostiene que "El Banco de Inglaterra era un instrumento de la clase dominante. Entre los poderes que el Banco obtenía de esa clase dominante estaba el de infligir privaciones. Podía bajar los precios y los salarios y aumentar el desempleo. Eran los correctivos que se aplicaban cuando se perdía oro, cuando la euforia era excesiva. Pocos —o nadie— previeron que los obreros y los campesinos tendrían un día un poder que haría que los gobiernos no estuvieran dispuestos a imponer aquellas privaciones, aunque la causa fuese tan justa como la defensa de la moneda" (Galbraith 1983a, p. 57).

Gran parte del siglo XIX funcionó bajo el sistema de patrón oro. En ese régimen, que por otra parte nunca funcionó en su estado puro en ningún país, la economía está abierta a los flujos de capital y de moneda. La oferta monetaria interna de un país depende, como en el régimen de convertibilidad, de las reservas de oro del país, porque el banco central sólo entrega moneda al mercado a cambio del oro que recibe, a un precio determinado (el tipo de cambio). La tasa de interés, que es el precio del dinero, depende a su vez de la cantidad de moneda que circula en la economía.

En este sistema, cuando un país logra superávit comercial, recibe más oro del que envía al exterior, por lo que aumenta sus reservas y su oferta monetaria. Esto provoca, a su vez, la baja en la tasa de interés. Por otra parte, la abundancia de moneda y la baja de los intereses estimula el consumo y las importaciones y las reservas de oro se

reducen. La oferta monetaria cae y la tasa de interés aumenta. La demanda interna se contrae y se recupera el sector externo: las reservas vuelven a aumentar, y así sucesivamente, en un mecanismo automático de ajuste de corto plazo. En este contexto los precios internos no aumentan porque cuando lo hacen se produce una revaluación de la moneda, se encarecen las exportaciones y se abaratan las importaciones, lo que conduce, rápidamente, a la restricción monetaria.

En conclusión, en el régimen de patrón oro los países fijan el tipo de cambio y no tienen política monetaria independiente. La oferta monetaria depende de su comercio exterior y de la balanza de los servicios financieros (intereses, regalías, pagos de patentes o utilidades empresariales remitidas o recibidas del exterior).

La ortodoxia presenta la estructuración y liberalización del mercado monetario y financiero durante el siglo XIX —y de los mercados en general—, como un proceso natural de la historia, sólo interrumpido o distorsionado por las intervenciones del Estado. La notable investigación de Karl Polanyi sobre el proceso económico y social durante ese siglo demuestra que, por el contrario, los Estados intervinieron permanentemente para modelar los mercados, y que esas intervenciones respondían, no a fuerzas naturales, sino a los intereses de las fuerzas económicas y financieras.

“No hubo nada de natural en el *laissez faire*, sostiene Polanyi (1947); los mercados libres no habrían podido surgir dejando simplemente que las cosas siguieran su curso. Así como las fábricas de algodón —la principal industria del libre cambio— fueron creadas con la ayuda de tarifas protectoras, primas a la exportación y subsidios directos a los salarios, el propio *laissez faire* fue puesto

vigor por el Estado. La década de 1830 a 1840 vio no sólo un cúmulo de leyes que anulaban las reglamentaciones restrictivas, sino también un enorme aumento de las funciones administrativas del Estado, que contaba ahora con una burocracia central capaz de realizar las tareas fijadas por los partidarios del liberalismo. (...) El camino del mercado libre fue abierto y se mantuvo abierto mediante un enorme aumento y del intervencionismo continuo, centralmente organizado y controlado.” (pp. 197 y 199)

Esas medidas intervencionistas no fueron planeadas sino que se llevaron a cabo como respuesta a demandas sociales espontáneas surgidas de diferentes ámbitos de la sociedad, y fueron diagramadas y aplicadas por los partidarios y administradores del liberalismo.

#### Los Estados Unidos: pioneros de la moneda sin respaldo

Ni los colonos británicos en los territorios que luego serían los Estados Unidos ni los revolucionarios estadounidenses aceptaron la disciplina que imponía el naciente patrón oro o las teorías sobre la sanidad de la moneda. En su historia del dinero, Galbraith (1983a) cuenta que, en 1690, William Phips, un hombre de Massachussets que se había enriquecido con el oro encontrado en un galeón español hundido en la costa de Haití, mandó una expedición de tropas irregulares para tomar una fortaleza de Québec. El hombre esperaba pagar a las tropas con el oro capturado en la colonia francesa. Pero la fortaleza no cayó y la expedición quedó desfinanciada. Como la metrópoli, Londres, no quiso enviar el dinero correspondiente, la colonia de Massachussets emitió papel moneda sin respaldo en oro

para pagar a los soldados. Ésa es considerada la primera emisión de papel moneda en América y en el mundo. Muy pronto otras colonias del territorio americano siguieron el ejemplo. La emisión contó con el entusiasta apoyo de Benjamin Franklin.

Más tarde, durante la guerra de la independencia, los revolucionarios financiaron parte de sus gastos con el mismo procedimiento. Los revolucionarios no guardaron la disciplina recomendada por las buenas teorías y prácticas monetarias: los bancos privados emisores cometieron abusos y hubo corrupción de los gobiernos; las emisiones fueron excesivas y el dólar papel se depreció o, lo que es lo mismo, los precios en moneda papel aumentaron sensiblemente licuando ahorros y deudas. La indisciplina monetaria despertó resistencias en sectores de las colonias que se oponían a la revolución, no por lealtad a Inglaterra sino por temor a las peligrosas conductas monetarias de los revolucionarios.

No obstante, la emisión de papel cumplió su objetivo. “Esta moneda, tal como la manejamos —sostuvo en ese momento Benjamin Franklin—, es una máquina maravillosa. Cumple su oficio cuando la emitimos; paga y viste a las tropas, y proporciona vituallas y municiones. Cuando nos vemos obligados a emitir una cantidad excesiva, se liquida ella misma con la depreciación” (Gibson, 1983a, p. 75).

La emisión pragmática fue utilizada nuevamente para financiar la guerra civil y los gastos de la posguerra, como los pagos de reconstrucción y las pensiones a las viudas. Aun durante la guerra civil hubo especulación con el oro y el valor de los billetes (llamados *green backs* porque tenían un lado verde) se depreció. Recién en 1900 los Estados

Unidos adoptaron el “sano” y ortodoxo sistema del patrón oro, pero con limitaciones que permitieron a los bancos nacionales aumentar fervorosamente la emisión.

### El oro en la periferia

En la periferia el sistema monetario funcionaba diferente que en el centro. Hasta la década de 1920 no existieron bancos centrales con poder para regular la oferta monetaria interna. Cuando ingresaba oro, no había un banco central capaz de absorber parte del oro (esterilizar) para reducir la apreciación de la moneda local y la inflación, lo que reducía inmediatamente la competitividad de las exportaciones. Cuando salía, se producían aumentos en la tasa de interés porque no había instituciones capaces de generar liquidez con respaldo. Y el aumento de las tasas no servía para repatriar el oro como sucedía en los grandes mercados de dinero.

En el caso de la Argentina diversos bancos contaron con capacidad para emitir papel moneda pero esta posibilidad, en lugar de generar movimientos compensatorios ordenados de la oferta monetaria, permitió emisiones excesivas y especulaciones. Las salidas de oro reducían la liquidez, lo cual, según la teoría del patrón oro, debía reducir los precios internos y mejorar la competitividad de las exportaciones. Pero en el caso de las economías periféricas, la caída de liquidez provocaba una reducción de la disponibilidad de crédito que afectaba a las actividades exportadoras.

### Las crisis de entreguerras

El optimismo histórico que dominaba la segunda mitad del siglo XIX, se empañó con algunas crisis premonitórias y se hizo más pesimista cuando el enfrentamiento entre las potencias

europas se dirimió en las trincheras. La Primera Guerra acabó con muchas cosas: millones de vidas, la ilusión del progreso limitado, el sistema liberal de comercio y la preponderancia de Gran Bretaña y de la libra esterlina. Ni bien comenzó el conflicto los países suspendieron la convertibilidad y pusieron controles a los movimientos de capital.

Al final de la Guerra Gran Bretaña, que había sido el gran acreedor, se convirtió en deudor. En ese momento el circuito de deudas era el siguiente: Gran Bretaña le debía a los Estados Unidos; Francia a Gran Bretaña; los Estados Unidos y Alemania a Francia y Gran Bretaña. La discusión se centró en cómo los Estados Unidos podían ayudar a los demás condonando deudas y prestando dinero. Nunca llegaron a un acuerdo. El período de entreguerras se caracterizó por la inestabilidad monetaria (los países entraban y salían del patrón oro) y las corrientes incontroladas de capital entre Europa y los Estados Unidos, según los niveles de tasas de interés o las oportunidades especulativas. Además los países se defendieron de la crisis con proteccionismo comercial.

Los profesores Krugman y Obstfeld, ofrecen un cuadro resumido y vibrante del traumático período: "La incertidumbre sobre las políticas gubernamentales condujo a fuertes movimientos de reservas en los países que mantenían tipos de cambio fijos, y a fuertes variaciones en los tipos de cambio en aquellos otros que tenían tipos de cambio flotantes. Muchos países se valieron de prohibiciones en las transacciones privadas de capital para reducir los efectos de la evolución de los mercados de divisas. Algunos países también utilizaron medidas administrativas o tipos de cambio múltiples para asignar sus escasas reservas internacionales a sus necesidades. Las barreras arancelarias y

deflación en las economías industrializadas de América y Europa condujeron al desconocimiento de deudas internacionales, particularmente en los países iberoamericanos, cuyos mercados de exportación estaban desapareciendo. En resumen, a comienzos de los años treinta la economía mundial se fue desintegrando cada vez más en unidades nacionales autárquicas" (Krugman y Obstfeld, 1998, p. 647).

A fines de los años treinta hubo intentos de cooperación internacional, pero la política de "empobrece a tu vecino" mediante devaluaciones competitivas y proteccionismo siguió imperando hasta 1939, cuando el llamado de la guerra tiró por la borda la doctrina del mercado: las economías se cerraron, se regularon y se planificaron para la hora de las armas.

La serie de situaciones traumáticas y de gran significación histórica que se produjo durante este lapso de tan sólo veinte años es impresionante: la Revolución Rusa (1917), la hiperinflación alemana (1923), la primera huelga general nacional (en Inglaterra en 1926), la crisis bursátil (1928), la Gran Depresión (1930) y el ascenso del nazismo (1933).

En este período, la secuencia Pacto de Versailles-hiperinflación alemana-ayuda estadounidense-salida de capitales, es uno de los episodios más sobresalientes de la vulnerabilidad de las economías endebladas ante la volatilidad de capitales. Cuando terminó la Primera Guerra, Francia e Inglaterra decidieron imponer a Alemania una elevada compensación. La idea fue criticada por Keynes en su trabajo *Las consecuencias económicas de la paz*, donde proféticamente sostuvo que esa opción sería contraproducente para la estabilización europea.

El pago de las reparaciones de guerra ocasionó un drenaje de oro que afectó la economía alemana y la paridad

de su moneda. Para garantizar el cobro de las reparaciones, Francia ocupó la zona carbonífera germana. El gobierno alemán decidió asistir a las empresas de la zona con aportes financieros, pero los empresarios respondieron de una forma típica: utilizaron parte de los marcos recibidos para comprar oro y divisas.

En la segunda mitad de 1923, las dificultades económicas y el drenaje de reservas provocó una corta y devastadora hiperinflación. La híper se cortó con un programa de conversión monetaria apoyado con recursos externos. Parte de los mismos fueron aportados por los Estados Unidos a través de los Dawes —nombre del entonces secretario del Tesoro— y Young, por un banquero que participó en la organización de la asistencia. Estos planes, antecedentes del Plan Marshall, crearon expectativas en la recuperación alemana por lo que muchos inversores privados estadounidenses compraron títulos germanos.

Esa corriente de dinero se revirtió rápidamente a partir de 1927, cuando las inversiones fueron atraídas por el alza de la bolsa neoyorkina, afectando la economía germana.

El sistema de patrón oro había funcionado porque Gran Bretaña era la proveedora de liquidez a través de sus déficits comerciales y de sus inversiones y préstamos. En la posguerra el único país que tenía la posibilidad de jugar ese papel eran los Estados Unidos, perdonando deudas o concediendo créditos sin condiciones a las potencias deudoras. Pero la política de la potencia emergente estaba todavía influida por sectores vinculados al mercado interno, que no tenían interés en que su país perdonara deudas o comprometiera recursos para recomponer la economía mundial. La política estadounidense hizo una importante

resolución, no obstante, a partir de 1924, con los programas para apoyar la recuperación de Alemania.

Durante la posguerra, a medida que los precios se estabilizaron, los países fueron volviendo al patrón oro. En 1921 cinco países permanecían con moneda convertible.

En 1932 habían llegado a casi cincuenta. A partir de allí los casos de convertibilidad cayeron vertiginosamente y desaparecieron en 1937, en las vísperas de una nueva guerra.

La Argentina y el Uruguay abandonaron la convertibilidad en 1929. La misma conducta adoptaron ese año y los siguientes otros países latinoamericanos y Canadá. Gran Bretaña la suspendió en 1931, luego de una sangría de reservas.

En la historia del reingreso y salida de Gran Bretaña al patrón oro se articulan la declinación británica, el interés de los banqueros, la lucidez de Keynes, que observó como pocos los cambios institucionales que se estaban produciendo, y el desarrollo del proletariado moderno. Luego de la posguerra Inglaterra quiso volver al patrón oro pero no lo consiguió porque no tenía reservas suficientes para garantizar la convertibilidad, y no podía obtenerlas con su comercio externo (por su declinante competitividad), ni de los Estados Unidos.

Los más interesados en volver al patrón oro y lograr la estabilidad de las monedas eran los bancos, especialmente los que tenían acreencias que podían depreciarse o convertirse en incobrables. Esto sucedería si una devaluación aumentaba drásticamente el costo de un crédito en moneda extranjera para un deudor.

Los banqueros, y buena parte de la opinión pública seguía considerando la convertibilidad como una garantía de estabilidad y prestigio para el país, querían que

la moneda volviera a la paridad previa a la Primera Guerra Mundial, lo que implicaba una revaluación del 10%. John Maynard Keynes se oponía a esa opción porque consideraba que los precios internos no se reducirían, por lo cual la moneda quedaría revaluada y afectaría el comercio exterior. Pero el premier Winston Churchill, haciéndose eco de los intereses financieros y de la opinión pública, decidió la vuelta al patrón oro a la paridad prebélica.

La revaluación afectó las exportaciones del carbón, desatando una huelga de mineros que pronto se transformó en 1926, en la primera huelga general británica.

En 1932 el sistema monetario internacional estaba dividido en tres bloques: lo que quedaba del patrón oro, liderado por los EE.UU., la zona de la libra, formada por Gran Bretaña y países con el tipo de cambio fijo en libras esterlinas, y la zona de Europa Central y del Este, liderada por Alemania, en la cual prevalecían los controles de cambio.

La Argentina, que tenía un comercio superavitario con Gran Bretaña y reservas y acreencias en libras esterlinas, quedó en la zona de la libra.

La zona de la libra tendría una importancia decisiva en los años posteriores. Los Estados Unidos pretendían que la libra fuera convertible para que los tenedores de moneda británica pudieran cambiarla eventualmente por oro o dólares, y comprar en los Estados Unidos. Pero para volver a la convertibilidad Gran Bretaña necesitaba asistencia financiera que los Estados Unidos eran reticentes a acordar. Por otra parte, las posiciones frente a la convertibilidad estaban divididas en Gran Bretaña. El sector financiero apoyaba el retorno a la convertibilidad porque si la libra volvía a tener aceptación universal, la posición de los agentes financieros británicos en el mundo se fortalecería.

Por el contrario, la inconvertibilidad o la devaluación de la libra implicaba la reducción de las acreencias del sistema financiero en el exterior. Pero para los sectores más preocupados por la producción, la zona de la libra era importante porque mantenía cautivos a una serie de grandes mercados, que tenían libras y sólo podían gastarlas comprando en Gran Bretaña.

### El orden estadounidense

¿Qué organismo de la posguerra fue pergeñado por dos economistas reformistas, nació a pesar de la resistencia de los banqueros, de sectores del Departamento de Estado de los Estados Unidos, y contó en sus primeros tramos con la participación de la Unión Soviética? El Fondo Monetario Internacional.

Cuando terminó la Segunda Guerra Mundial, quedó formado un triángulo que era necesario desarticular para reiniciar el ciclo económico. El esquema era el siguiente: los Estados Unidos se habían convertido en acreedores de Gran Bretaña; Francia en deudora de Gran Bretaña y Alemania en deudora de los Aliados y de Francia en particular.

Europa, devastada por la guerra, tenía grandes necesidades de importación de alimentos, bienes intermedios de capital, y no disponía de recursos financieros ni de capacidad exportadora. La llave del sistema estaba nuevamente en los EE.UU., el único con capacidad para otorgar financiamiento y permitir la reconstrucción del sistema económico internacional.

Por otra parte, si la situación no se destrababa, Europa tendría poder de compra para las exportaciones de los Estados Unidos.

La creación de liquidez mundial dependía de la circulación mundial de dólares, la única moneda generalmente aceptada. Pero los Estados Unidos tenían superávit comercial, por lo que con sus ventas retiraban del mercado más dólares de los que inyectaban con sus compras. En tales condiciones la liquidez dependía de los préstamos estadounidenses y de las inversiones externas de sus corporaciones. Por eso cuando los Estados Unidos comenzaron a tener déficit comercial y la corriente de inversiones externas había alcanzado un nivel elevado, la cantidad de dólares en circulación era muy elevada y superaba ampliamente el respaldo que tenían en oro, creando las condiciones para la desconfianza en la convertibilidad de la moneda.

“Una de las ironías más extrañas de la historia monetaria internacional —sostiene Fred Block en su estudio sobre los acuerdos de Bretton Woods—, fue que los hombres que en efecto dominaron la política monetaria internacional de los Estados Unidos durante la Segunda Guerra Mundial se sentían mucho más inclinados hacia el capitalismo nacional que hacia la idea de una economía mundial abierta. En efecto, el Fondo Monetario Internacional, destinado a ser la institución central del orden monetario de la posguerra, se configuró inicialmente bajo los supuestos del capitalismo nacional.” (Block, 1989, p. 57).

Las autoridades de los Estados tenían posiciones diferentes sobre cómo organizar el sistema financiero internacional. Un sector, con posiciones en el Departamento de Estado, respondía a los intereses de los bancos, que pretendían un sistema liberal y abierto en el cual su mercancía, el dinero, pudiera circular sin trabas. Como explica el historiador Marcello De Cecco, los bancos estadounidenses “estaban extremadamente interesados en asegurarse que el

sistema financiero mundial fuera reconstruido de manera tal que permitiera que se realizaran operaciones financieras en gran escala, meta que finalmente alcanzaron. El modelo alternativo (reconstruir el sistema financiero mundial de acuerdo con un modelo puramente internacionalista de relaciones financieras), fomentado por Keynes y por White, fue descartado. Desde mediados de los años cincuenta, durante los sesenta y en los tempranos setenta, mientras se extendía el auge de posguerra, los grandes bancos fueron inducidos a expandir sus operaciones transnacionales en el mundo desarrollado, con la ayuda de las autoridades nacionales.” (De Cecco, 1985).

Otro sector, representado en el Partido Demócrata, respondía a los intereses del sur agrícola y los sindicatos, por lo cual tenía posiciones proteccionistas en defensa del mercado interno. Para este grupo el objetivo principal de la política norteamericana debía ser fortalecer, en primer lugar, la economía nacional. De este modo se alejaba de las posiciones proteccionistas del pasado y concebía también la posibilidad de reducir sus aranceles para que los europeos pudieran aumentar sus exportaciones (internacionalismo idealista frente a internacionalismo empresarial).

Unos y otros se enfrentaban, no obstante, con un dilema que muy pronto iba a teñir toda la discusión estratégica estadounidense, tanto en el terreno de la organización financiera como en el futuro de la producción: la falta de capacidad de compra de Europa y su deuda con los Estados Unidos.

Las líneas representadas por los departamentos del Tesoro y de Estado estaban enfrentadas, también, en su visión estratégica sobre Alemania y la Unión Soviética. El Departamento de Estado consideraba a la Unión Soviética

una amenaza para su posición en Europa y temía, en particular, que cerrara el mercado de Alemania Oriental a las potencias occidentales. Por eso propiciaba la reconstrucción de Alemania Occidental como tapón de contención y punto dinámico de la recuperación del Viejo Continente.

Los hombres del Departamento del Tesoro expresaban una visión diferente. Arrastraban un fuerte rechazo por Alemania y, en la aspiración extrema de Morgenthau, aspiraban a desindustrializarla y a convertirla en un país granjero. Consideraban, por otra parte, que podían convivir con la Unión Soviética incluso manteniendo ésta sus prácticas comerciales restrictivas. En esta línea propusieron un plan de ayuda para el todavía aliado dirigido por Stalin. Este contexto influyó decisivamente en la discusión sobre la reorganización financiera internacional y sobre el régimen que surgió de Bretton Woods.

Henry Dexter White, del Departamento del Tesoro, comenzó a elaborar su plan en 1941. Su propuesta original contemplaba la creación de un banco central mundial con un fondo de 10.000 millones de dólares aportado por los miembros del organismo. El banco tendría facultades para comprar y vender oro y valores de los gobiernos participantes, descontar y redescantar pagarés y aceptaciones, emitir documentos de deuda y hacer préstamos a largo plazo a tasa de interés muy baja. El banco tendría, además, la posibilidad de otorgar créditos por un múltiplo de su capital y vender documentos de deuda en los mercados de capital nacionales para obtener fondos adicionales. Sus propósitos serían reconstrucción, ayuda y recuperación económica, eliminación de fluctuaciones mundiales de origen financiero; reducir la probabilidad, intensidad y duración de las

depresiones mundiales, estabilizar los precios de las materias primas esenciales y “en términos más generales a elevar la productividad y los niveles de vida de sus miembros.” (Block, 1989, p. 75).

Según Block, el hombre del Departamento del Tesoro pretendía “que estas instituciones impidieran el retorno de la depresión internacional y minimizara la necesidad de ajustes dolorosos en las balanzas de pagos”. Quería crear un orden monetario internacional en el que los países pudieran seguir en forma sistemática las políticas de pleno empleo sin el peligro de agotar sus reservas internacionales. Bajo el patrón oro los países que trataran de expandir sus economías podrían afrontar una salida del oro, que los obligaría a provocar la deflación. La alternativa de White consistía en asegurar suficiente crédito internacional para que los países pudieran continuar con sus políticas expansivas. Para evitar las devaluaciones competitivas de los años treinta el plan de White hacía difíciles las modificaciones de las tasas de cambio. En condiciones normales el ajuste de la balanza de pagos se lograría mediante políticas antiinflacionarias muy moderadas en los países deficitarios y políticas expansivas en los países superavitarios.

El representante estadounidense en la creación del FMI sostenía, por ejemplo: “La política del libre comercio subestima exageradamente la medida en que un país puede virtualmente elevarse por sí solo en una generación desde un nivel de vida bajo hasta otro alto, de un país agrícola atrasado a un país industrial avanzado” (Block, 1989 p. 79).

En resumen, el programa de White, tenía un fuerte contenido intervencionista, estaba destinado a evitar ajustes depresivos y fortalecía el papel de los gobiernos nacionales. Tenía, por lo tanto, fuertes puntos de contacto con el

plan que presentaría el representante británico en las negociaciones de Bretton Woods, John Mynard Keynes. Uno y otro tenían en mente los desajustes y traumas del período entreguerras signado por violentos movimientos de capital, frustrados intentos de volver al patrón oro e inestabilidad cambiaria, desequilibrios de balanza de pagos, depresión e hiperinflaciones. A esto se sumaba la quiebra de la hegemonía capitalista con la aparición de la Rusia soviética y el surgimiento del nazismo y el fascismo.

El proyecto de White, esbozado a principios de los cuarenta, fue perdiendo sus aspectos intervencionistas por razones políticas. Según Block era muy difícil que el Congreso estadounidense aprobara un proyecto del Fondo Monetario en el cual la potencia tuviera, al mismo tiempo, que hacer un importante aporte financiero, aceptar limitaciones a su política comercial y cambiaria, y otorgar beneficios a países europeos, que eran sus aliados, pero también sus competidores comerciales y estratégicos.

En los años treinta Keynes había realizado una crítica práctica de la política de los vencedores de la Primera Guerra, advirtiendo que las penosas condiciones del Tratado de Versalles impedirían la recuperación alemana. También había advertido sobre las consecuencias de volver al patrón oro con una paridad elevada. Sobre la base de estas experiencias Keynes formuló además una crítica a los supuestos de la economía neoclásica. Entre sus principales puntualizaciones sostenía que debido a las nuevas condiciones del mercado de trabajo, el salario y los precios de los bienes ya no caían, en tiempos de recesión, como en el siglo XIX. De ese modo, cuando se producía un excedente de producción o de mano de obra, el sistema no ajustaba con una caída de precios y se mantenía en desequilibrio

con los factores desocupados. En tales condiciones la única alternativa era recurrir a políticas monetarias expansivas para reducir la tasa de interés en el mercado financiero y aumentar el atractivo de los rendimientos de las inversiones productivas. Esta alternativa era imposible en un sistema de patrón oro. Más aún, en algunas ocasiones las políticas monetarias tampoco alcanzaban porque, a pesar de la abundante liquidez, los inversores, dominados por la incertidumbre, se negaban a desprenderse del dinero, por lo que la tasa de interés no bajaba. En tales condiciones la única variante para recuperar la economía era la política fiscal.

En términos generales Keynes pretendía un capitalismo estable y benevolente, en convivencia con su nuevo vecino y rival, la Unión Soviética. Su proyecto para reformular el sistema financiero internacional de posguerra estaba alimentado en sus inquietudes y aspiraciones personales, y en los intereses concretos de su país. En primer lugar Gran Bretaña estaba amenazada por el desempleo y los británicos temían que la economía estadounidense se deslizara hacia otra recesión agravando el problema. Estaba, además, el problema del flujo de divisas con el exterior. Desde fines del siglo XIX Gran Bretaña había mantenido déficit comerciales que compensaba con ingresos de servicios financieros y reales: pagos de intereses por los préstamos realizados, repatriación de ganancias de la inversión externa e ingresos por servicios como fletes y seguros vendidos por compañías británicas en todo el mundo. Los ingresos de servicios superaban el déficit comercial, alcanzando de ese modo una Cuenta Corriente positiva, lo que dejaba al Imperio oro y divisas remanentes para invertir en el exterior. Pero cuando terminó la Segunda Guerra Gran Bretaña era un país deudor y sus inversiones en el exterior y la oferta de servicios

de empresas británicas se habían reducido, por lo que el país debía proveerse de divisas aumentando sus exportaciones. Para eso necesitaba un mercado internacional abierto y al abrigo de traumas cambiarios o financieros que provocaran respuestas proteccionistas.

La propuesta original de Keynes para el reordenamiento internacional consistía en crear un sistema que otorgara financiamiento automático a los países deficitarios para evitar que éstos se vieran en la necesidad de practicar ajustes recesivos afectando, de ese modo, el comercio internacional. En estos términos, el ajuste quedaba bajo la responsabilidad de los superavitarios, que deberían hacer un ajuste "positivo" aumentando su consumo y actuando como "locomotoras" para los deficitarios. El financiamiento sería provisto por una Cámara de Compensación dotada de abundantes recursos. El modelo keynesiano era, en primer lugar, un anillo para el endeudado y deficitario dedo británico, y alejaba la posibilidad de que una recesión estadounidense, con su avalancha de exportaciones o con una reducción de importaciones, se convirtiera en una nueva depresión para Gran Bretaña y/o el resto del mundo.

El criterio de Keynes fue severamente resistido por White, quien a pesar de que coincidía en montar un sistema que permitiera la expansión, temía el rechazo del Congreso estadounidense. En el documento que sirvió de base a las negociaciones de Bretton Woods quedó no obstante una cláusula según la cual si una moneda escaseara en el mercado internacional porque su país emisor era permanentemente superavitario, los países miembros del acuerdo tenían derecho a discriminar las exportaciones de ese país. El acuerdo estableció también una cláusula por la cual los países miembros, bajo ciertas condiciones, podían retirar

en forma automática recursos del fondo. Sin embargo, afirma Block, las ambigüedades de esta disposición permitieron alejar la práctica del Fondo de las intenciones originales de White y Keynes.

El acuerdo de Bretton Woods fue firmado finalmente en julio de 1944. Lo suscribieron 44 naciones, incluidas la Unión Soviética, pero en rigor era el producto de un acuerdo bilateral entre las dos principales potencias. Un miembro del First National City Bank sostuvo al respecto: "Se nos dice que 44 naciones acordaron esto. Me parece que sería más correcta la afirmación de que tres o cuatro grupos muy expertos se reunieron y redactaron un plan, y luego se lo presentaron a otros 44 técnicos y declararon 'Esto es lo que los Estados Unidos y Gran Bretaña están dispuestos a acordar con ustedes'. Por supuesto, dada la situación del mundo en el momento de tales negociaciones, estos técnicos dijeron: 'Seguro que sí, ¿por qué no?' No tenían nada que perder. Dependían de nosotros en cuanto a su salvación militar y económica, y toda propuesta más o menos razonable de los Estados Unidos sería aceptable bajo tales condiciones" (Block, 1989, p. 86).

En un excelente estudio sobre los antecedentes y las características del Acuerdo, María Teresa Aguirre explica que "La Conferencia de Bretton Woods expresaba el predominio de los Estados Unidos, iniciado a comienzos de siglo XX, que ya se había afianzado claramente: sus reservas de oro en 1938 representaban el 55% de las registradas a nivel mundial. Luego de la guerra poseía el 70%. Era de hecho el principal país que podía mantener su moneda convertible a oro. Tenía la tasa de crecimiento y productividad más alta; producía poco más del 51% de la producción manufacturera mundial, en tanto que el Reino Unido

sólo generaba el 9% y tenía una balanza comercial superavitaria con el resto del mundo, excepto Oceanía (Aguirre 2004, p. 161).

Según el Acuerdo:

- los países miembros podían mantener por cinco años las restricciones a las transacciones de mercancías y luego tendrían que consultar con el Fondo la continuidad de este tipo de medidas. Pero el Fondo sólo podía pedir la eliminación de las restricciones en condiciones extraordinarias;

- los miembros se comprometían a mantener el tipo de cambio constante frente a las monedas de otros miembros comprando y vendiendo divisas en el mercado abierto. Se trataba de una transacción entre el permiso para intervenir en la fijación del tipo de cambio y el respeto a las instituciones del mercado;

- se permitía mantener las restricciones a los movimientos de capital;

- los países deficitarios debían cubrir sus necesidades con reservas propias y con aportes del Fondo, que luego devolvían. Los países con déficit crónico tendrían derecho a girar contra el Fondo, el que prestaría con ciertos condicionamientos.

Paradójicamente, el problema del Fondo era que no contaba con recursos suficientes para cumplir su cometido. Por eso muy pronto se planteó una nueva alternativa para salir de la encerrona financiera de posguerra: los Estados Unidos debían dar a Gran Bretaña un préstamo lo suficientemente abundante como para que volviera a la convertibilidad y restableciera la confianza de la libra y movilizara la economía imperial.

El proyecto del préstamo no surgía del espíritu caritativo ni de los propósitos de cooperación internacional.

Block (1989) "era una exhortación al restablecimiento del patrón oro. Reflejaba los intereses de los banqueros internacionales norteamericanos que se oponían a la propuesta del FMI, no porque fuese ineficaz, sino porque temían que fuese demasiado eficaz. Los banqueros internacionales se oponían a la insistencia keynesiana en la expansión económica porque consideraban que sería inflacionaria. Preferían la disciplina impuesta por el patrón oro y temían que el acceso a los recursos del fondo desmantelara esa disciplina para siempre. Los banqueros internacionales no querían un retorno a las condiciones de depresión internacional, pero creían que ello podría evitarse sin grandes esfuerzos por parte de los gobiernos o de las autoridades internacionales. Temían que la extensa intervención gubernamental, nacional o internacional, eliminara el papel que históricamente habían desempeñado los bancos internacionales privados" (p. 88).

En el sistema de patrón oro, como en una economía libre con libertad para los flujos de capital contemporánea, cuando un gobierno llevaba a cabo políticas inflacionarias que no resultaran del agrado de la comunidad financiera, los capitales abandonaban el territorio provocando restricción monetaria y deflación. En tal situación los bancos internacionales, como los gobiernos ahora, debían pedir préstamos para reflotar la economía. Esos préstamos estaban sujetos, como lo siguen estando, a que los gobiernos cumplieran con ciertas condiciones apreciadas por los banqueros. El sistema permitía, además, que las economías tuvieran una inflación perjudicial para la inversión externa: cuando una economía tiene inflación las inversiones realizadas en el territorio no se devalúan en términos de divisas, y la remisión de divisas aumenta su costo en términos de moneda local.

En los primeros años de la posguerra existía la denominada "escasez de dólares". Esto se debía a que, por su superávit comercial los Estados Unidos retiraban del mercado más dólares (por el cobro de sus exportaciones) que los que dejaba (por el pago de sus importaciones). Los países europeos no sólo tenían déficit sino que necesitaban dramáticamente aumentar sus importaciones para la reconstrucción. Alguien debía proveer liquidez para reiniciar la ronda de los intercambios y evitar que los europeos estuvieran sometidos a un ajuste interminable. El FMI no estaba en condiciones de solucionar el problema porque no tenía fondos suficientes. Por otra parte, el acuerdo de Bretton Woods restringía la posibilidad de devaluaciones de los países deficitarios.

Un sistema puede ajustar los desequilibrios externos de dos formas. Con un sistema de patrón oro —con tipo de cambio fijo y libre circulación de capitales—, el déficit comercial se ajusta mediante el aumento de la tasa de interés que atrae capitales, y la depresión de precios internos, incluido el salario, que reduce el consumo interno y mejora la competitividad de las exportaciones.

Un sistema con tipo de cambio flexible, sin movilidad de capitales, ajusta con la devaluación que aumenta el costo de las importaciones y aumenta la rentabilidad de las exportaciones.

En el sistema de tipo de cambio fijo de Bretton Woods los déficit permanentes de balanzas de pago podían ser enfrentadas de dos formas: una era mediante la asistencia del Fondo Monetario creado a esos efectos —pero el Fondo no tenía los recursos necesarios para cumplir su tarea— otra alternativa era que el país en cuestión se declarara en estado de crisis para que se le permitiera devaluar, pe-

nadie quería ponerse en esa situación. La opción de reducir el consumo de importaciones promoviendo recesión estaba descartada por motivos políticos.

En tales condiciones la única forma de responder al déficit era el proteccionismo, alternativa que, precisamente, se quería evitar. Pero la situación cambió muy pronto. En 1945 murió Franklin D. Roosevelt y la relación de fuerzas se inclinó hacia el lado de la ortodoxia. El Departamento de Estado ganó fuerza y movilizó el viejo plan "B" para el restablecimiento del orden económico: el otorgamiento de un préstamo a Gran Bretaña.

Los representantes de la ortodoxia no estaban de acuerdo con las facilidades que otorgaba el acuerdo de Bretton Woods para mantener las restricciones (que consideraban una traba para las exportaciones de su país) al comercio internacional. Pensaban que si facilitaban la recomposición cambiaria y comercial británica lograrían una apertura comercial más acelerada y tendrían capacidad para conseguir un desmonte de las regulaciones del comercio imperial (Tratado de Ottawa) establecidas a partir de 1933.

Además de trabas arancelarias, el sistema imperial generaba una situación monetaria que perjudicaba al comercio estadounidense: las colonias y los países asociados de alguna forma al tratado imperial atesoraban fundamentalmente libras esterlinas. Como la libra no era convertible, no podían obtener dólares para importar desde los Estados Unidos y sólo podían comprar dentro de la zona de la libra. Si la libra volvía a la convertibilidad, la demanda de productos estadounidenses aumentaría y se debilitarían los acuerdos bilaterales forjados en los años anteriores, favoreciendo el comercio multilateral abierto.

La muerte de Roosevelt cambió también la orientación estratégica de los Estados Unidos. A partir de ese momento perdieron fuerza los partidarios de la "entente" con la URSS y la desindustrialización de Alemania, y ganaron lugar los apóstoles de la formación de un bloque antisoviético.

Gran Bretaña también tenía interés en avanzar hacia un sistema liberal. En primer lugar se encontraban quienes tenían acreencias en el exterior o cobraban por servicios prestados ultramar, como banqueros, compañías de seguros o armadores de flotas navieras. Para éstos la liberalización del comercio y los flujos financieros significaba una ampliación de sus posibilidades de negocios al tiempo que el fortalecimiento de la libra equivalía a la apreciación de sus ingresos. Por el contrario, una devaluación de la libra implicaría una reducción en términos de oro o dólares de sus ingresos. Por otra parte, si los agentes del exterior desconfiaban de la paridad de la moneda británica, reducirían sus tenencias de esa moneda y preferirían operar en dólares, ingresando al área de negocios de las empresas estadounidenses.

En segundo lugar la "comunidad de negocios" británica temía un avance de los controles laboristas. Durante la Segunda Guerra las economías de los países industrializados habían sido sometidas a diversos grados de planificación para orientarlas hacia la provisión de material bélico. Paralelamente se habían realizado concesiones a los trabajadores, empeñados tanto en el puesto de trabajo como en el frente de batalla. En este proceso el laborismo había conquistado fuertes posiciones en el control de la economía y de la vida empresarial, hasta el punto que algunos pensaban en la posibilidad de seguir avanzando hacia alguna forma de socialismo.

En 1945 los Estados Unidos suspendieron un flujo de préstamos comprometidos hasta que finalizara la guerra, lo que dejó a Gran Bretaña en una difícil situación. En ese momento había en el mundo saldos acumulados en libras esterlinas por 14.000 millones de dólares. Parte de ellos eran de Argentina. Si los británicos necesitaban el dinero estadounidense, los norteamericanos querían que los británicos colaboraran en la constitución de la Organización del Comercio Internacional (OCI) cuyo objetivo era promover la liberalización del comercio.

En 1946 los Estados Unidos concedieron un préstamo a cambio, los británicos olvidaron sus posiciones sobre la organización del mercado nacional y el pleno empleo, y se comprometieron a eliminar las preferencias arancelarias, terminando con el sistema imperial. En 1947, con el préstamo en sus manos, Gran Bretaña decidió volver a la convertibilidad de la libra. El 15 de julio de ese año los británicos eliminaron las restricciones para el uso de libras esterlinas convertidas por cualquier país del mundo. La desconfianza en la libra era tan grande que la demanda de dólares superaba las expectativas y las posibilidades del Tesoro británico. Dos meses después, el 21 de agosto, la convertibilidad fue suspendida. La decisión de restablecer la convertibilidad en 1947 fue una decisión norteamericana, no británica. En 1946 los Estados Unidos extendieron a Gran Bretaña un préstamo por 3.750 millones de dólares con la condición de que la última aceptaba restablecer la convertibilidad de la Cuenta Corriente dentro del año de aprobación del crédito. Un Reino Unido postrado no tenía alternativa... Las seis semanas de la convertibilidad fueron un desastre. Las pérdidas de reservas fueron masivas. (Angreen, 1998).

Antes de la guerra, Europa Occidental tenía superávit en los servicios de la Cuenta Corriente por 2.100 millones gracias a sus ingresos por servicios de transporte marítimo, banca y utilidades de inversiones externas, entre otros. Esto le permitía mantener un déficit equivalente en el comercio. Pero en 1947 el superávit se había transformado en un déficit por 600 millones de dólares, por lo cual necesitaba lograr superávit comercial, lograr préstamos o atraer inversiones.

El tradicional déficit comercial de Europa con los Estados Unidos se había profundizado luego de la guerra. En los primeros años de la posguerra la capacidad de importación se fue reduciendo y lo mismo sucedió con las ventas estadounidenses al Viejo Continente. A los propios Estados Unidos se les planteó entonces la necesidad de contribuir a la recuperación del poder de compra europeo. Paralelamente se registraban algunos fenómenos políticos de importancia estratégica. Por un lado la izquierda europea daba señales de fuerza, e incluso amenazaba tomar el poder en Turquía y Grecia, pero las potencias de la región no tenían recursos para financiar la resistencia del capital.

Por otro lado se estaban transformando las relaciones con la URSS. El ex aliado, invitado a formar parte del FMI y partícipe de la lista de eventuales asistidos económicamente por los Estados Unidos, comenzaba a ser considerado un rival por su apoyo a los comunistas europeos y chinos, y por abandonar el territorio que ocupaba en Europa Occidental.

El gobierno de Harry Truman dio una rápida y doble respuesta. Apoyado en el clima de la incipiente Guerra Fría, logró que en 1947 el Congreso aprobara un programa para la reconstrucción europea que se inició en 1948. El plan fue denominado Plan Marshall en honor al Secretario de Estado norteamericano George Marshall, que lo anunció durante

una reunión en la Universidad de Harvard. El Plan distribuyó ayuda para la reconstrucción de Alemania y Japón, que se habían convertido en piezas claves en la estrategia de contención de la Unión Soviética. Las condiciones impuestas fueron, entre otras, restauración del multilateralismo, estabilidad de precios y recuperación de la producción; contener a la izquierda en los sindicatos, y utilizar parte del dinero en compras de bienes estadounidenses. En definitiva, las instituciones de Bretton Woods tuvieron un papel completamente secundario en la restauración del orden económico y financiero de posguerra. La clave estuvo en las decisiones estratégicas de uno de los grupos de poder de los Estados Unidos y de sus aliados europeos.

Entre 1948 y 1951 los EE.UU. dieron ayuda a gobiernos europeos por 13.000 millones de dólares bajo las provisiones del Plan Marshall, una suma cuatro veces superior a los derechos de giro establecidos a favor de Europa, y seis veces más que la obligación de financiamiento del déficit europeo asumida por los Estados Unidos en Bretton Woods. (Einchengreen, 1998).

### **El lugar de las armas**

Cuando se acercaba el fin del Plan Marshall, fijado para 1952, la recuperación europea seguía postergada. Comenzaron entonces a evaluarse las opciones: llevar adelante un segundo capítulo del Plan o, como quería el Departamento de Estado, inyectar dólares con un plan de rearme. Esta última fue la que prevaleció.

El rearme cumpliría varios objetivos: contribuiría a sostener la demanda; serviría para contener al comunismo (la Unión Soviética acababa de demostrar que tenía la bomba

atómica, China había caído en poder de Mao y Corea del Norte invadía el sur) y cortarían las tendencias al aislacionismo europeo. En rigor, como bien opina Block (1989), "la política del rearme implicaba una aceptación de la teoría keynesiana, pero sin las implicaciones radicales de la planificación económica nacional. El keynesianismo militar era compatible con la continuación de la máxima libertad para los capitales nacionales, y eliminaba el peligro de una crisis económica destructiva." (p. 164).

Para defender la economía de mercado el gobierno estadounidense recurrió al intervencionismo estatal con un amplio sistema de incentivos a la inversión industrial, especialmente en el área de defensa. Gran Bretaña y Francia también aumentaron sus gastos militares con consecuencias adversas. La ayuda militar a Europa contribuyó a aumentar la demanda europea de bienes estadounidenses. En Gran Bretaña el desvío de fuerzas productivas desde las industrias de exportación hacia las militares y el aumento de importaciones destinados al armamentismo provocó una crisis de sector externo y de la libra esterlina en 1951-1952.

En 1958 se registró el primer déficit de balanza de pagos de los Estados Unidos. A partir de entonces la primera potencia cambió de orientación y trató de reducir la salida de dólares. En 1964 estableció el Impuesto a la Igualación de los intereses destinado a desalentar la oferta de bonos extranjeros en los EE.UU., donde los intereses eran menores que en Europa. Luego, el Programa Voluntario de Restricción del Crédito de la Reserva Federal, para restringir los préstamos estadounidenses al exterior. Las restricciones contradecían la doctrina estadounidense de promover la apertura y liberalización del mercado financiero. No obstante parecen haber reducido la salida de capitales,

ya que cuando esas restricciones se levantaron en 1974, la salida de capitales volvió a tomar bríos.

Las medidas para desalentar la exportación de capitales tuvieron un efecto inesperado: estimularon a las empresas a dejar parte de sus capitales en el Euromercado, y alentaron a los bancos estadounidenses a abrir sucursales en Europa. De este modo las regulaciones fortalecieron al mercado del eurodólar como mercado de libre acceso para las corporaciones y, en ese sentido, contribuyeron a minar la disciplina del sistema monetario. Además, volvieron a colocar a Londres como primera plaza financiera del mundo. Para los Estados Unidos, la única alternativa era reducir su gasto militar, lo cual iba contra su política frente a la URSS.

El caso era que los Estados Unidos habían creado un orden monetario internacional que sólo podía funcionar si mantenía su dominio político y económico. Con el paso del tiempo el mercado mundial viró de la escasez de dólares a la superabundancia, por varias razones: las inversiones externas de los Estados Unidos, la reducción del superávit comercial, lo que significaba que los EE.UU. estuvieran absorbiendo menos dólares del mercado mundial con sus exportaciones, y dejando más por sus importaciones (en los setenta los Estados Unidos comenzaron a padecer un déficit comercial crónico, por lo que su comercio externo se convirtió en una aspiradora de dólares); la tendencia del resto del mundo a retener dólares en sus reservas; el incremento del Euromercado, el mercado financiero de dólares manejado por bancos europeos.

En los años sesenta el sistema dio sus primeras muestras de crisis con la decisión francesa de pedir oro a la Reserva Federal, a cambio de los dólares que mantenía como reserva. En 1968 la devaluación de la libra esterlina marcó

el inicio de una carrera hacia la crisis que estallaría en 1971 y 1973. Sin embargo, el dólar siguió siendo moneda de reserva e instrumento de cambio en el mercado mundial porque, a pesar de sus dificultades, seguía siendo la moneda de la principal potencia económica y militar mundial y, por lo tanto, la más confiable de las disponibles.

La aceptación del dólar le permitió y le sigue permitiendo a los Estados Unidos mantener déficit comerciales por encima de lo tolerable para cualquier otro país. El banquero Douglas Dillon explicó con claridad esta ventaja de su país en momentos en que se desempeñaba como Secretario del Tesoro de los Estados Unidos: "Tenemos un beneficio real en el hecho de que podemos financiar nuestros déficit a través del incremento de las tenencias de dólares en el extranjero. Si no tuviéramos una moneda de reserva, si no fuéramos el banquero mundial, esto no habría sucedido. Si estuviéramos en la misma situación que enfrentan otros pueblos, tan pronto como hubiéramos tenido un déficit (en la balanza de pagos) habríamos tenido que balancear nuestras cuentas por uno u otro medio; aunque ello significara reducir las importaciones, como hizo Canadá el año pasado; o cortar nuestros gastos militares mucho más allá de lo permitido por nuestra seguridad". (Citado por Block, 1989, p. 368).

Sólo en el siglo XXI el nacimiento del Euro (una moneda emitida por una asociación de países con un peso económico similar al de los Estados Unidos en términos de PBI), comenzó a desafiar la hegemonía del dólar estadounidense y, de ese modo, la capacidad de los Estados Unidos para emitir libremente la moneda de aceptación mundial.