

---

## **«Reflexión crítica sobre la globalización financiera»**

58

La integración financiera internacional resulta más comprensible dentro de la globalización económica, entendida como proceso de mundialización del sistema económico capitalista. La concepción endógena del dinero ayuda a situar el significado de las finanzas y a entender la historia de su evolución internacional, hasta llegar a una situación actual caracterizada por la “financiarización” creciente, productos, agentes y lógica novedosos, y una integración peculiar de los mercados. Los efectos de la globalización financiera, en medio de un confuso debate sobre la regulación necesaria, sobre distintas variables: el ahorro, los tipos de interés, la inversión, el grado de competencia y la política económica, están suscitando el debate de si está emergiendo un nuevo modelo de desarrollo en las sociedades desarrolladas, mientras que para los países subdesarrollados se discute si la globalización representa oportunidades, restricciones y riesgos.

*Nazioarteko finantza integrazioa hobeto ulertzen da ekonomiaren globalizazioaren barnean, azken hau kapitalismoaren sistema ekonomikoa mundu osora hedatzeko prozesu gisa ulertuta. Diruaren ikusmolde endogenoak finantzen esanahia zehazten eta beraren nazioarteko bilakaeraren historia ulertzen lagunten du, gaurko egoerara iritsi arte. Gaurko egoera honen ezaugarriak honako hauek dira: gero eta “finantzarizazio” maila handiagoa, ekoizkin, eragile eta logika berriak eta merkatuen integrazio berezi bat. Aurrezkia, interes tasak, inbertsioa, lehia maila eta ekonomi politika bezalako aldagaiet behar duten araudiarri buruzko eztabaidea nahasiaren erdian, finantza globalizazioaren eraginak beste eztabaidea bat zabaltzen ari dira, hau da, gizarte garatuetan garapen eredu berri bat agertzen ari denentz, herrialde azpigaratuentzat globalizazioak aukerak, murrizketak eta arriskuak ekartzen dituenentz eztabaidatzen ari den bitartean.*

International financial integration is more easily understandable in the context of the globalisation of the economy in terms of the extension world-wide of the capitalist economic system. The endogenous concept of money helps us set the meaning of finance in context and understand the international financial history leading up to the current situation of increasing “financialisation”, new products, agents and forms of logic and a particular form of market integration. The effects of financial globalisation in the context of a confused debate on the need for regulation, on variables such as saving, interest rates, investment, competitiveness and economic policy are prompting a debate as to whether a new model of development is emerging in developed societies, while underdeveloped countries are arguing over whether globalisation means opportunities or restrictions and risks.

---

Angel Martínez González-Tablas

Bibiana Medialdea

*Universidad Complutense de Madrid*

59

## ÍNDICE

- 1. Mundialización: una marea en apariencia imparable**
  - 2. La globalización de las finanzas**
  - 3. Efectos de la globalización financiera**
  - 4. Conclusiones**
- Referencias bibliográficas**

Clasificación JEL: E4, E5, F3, G1

### **1. MUNDIALIZACIÓN: UNA MAREA EN APARIENCIA IMPARABLE**

Un seguimiento de los medios de comunicación nos mostraría que no hay día en que la palabra y los discursos sobre la globalización no tengan en ellos acogida. A menudo con pasión, en ocasiones con apariencia reflexiva. Sorprendentemente, en secciones de lo más variadas: internacional, deportes, ciencia y tecnología, sociedad, cultura, en las secciones especializadas de economía o medio ambiente y hasta en las páginas de sucesos. A un observador tanta abundancia le suscitará o la simple constatación de lo obvio o una cierta desconfianza ante lo excesivo. Porque es evidente que una década antes el panorama hubiera sido muy otro. Vayamos por pasos. Si queremos que los términos nos sirvan para alcanzar catego-

rías útiles para pensar la realidad nos interesa que sean precisos; la palabra y el discurso sobre la globalización no deben quedar ebrios de éxito, ni caer en la trampa de la polisemia. Aunque la invitación sea que pueden servir tanto para un roto como para un descosido, la modestia es, en este punto, buena consejera. Es más sensato y es nuestra propuesta que la globalización la entendamos como mundialización. Por tanto, la globalización no se identifica con el simple incremento de la apertura, ni con el aumento del condicionamiento exógeno, porque, aunque ambos componentes estén presentes en el proceso de mundialización, ésta aporta la exigencia adicional indicada. No es global la relación con el vecino, por intensa que sea, ni pertenece al dominio de la globalización el aumento de las relaciones dentro de un espacio integrado,

como la Unión Europea. La globalización es algo más, es mundial. Así de sencillo y útil para entendernos.

No nos afanemos por inventariar las variantes de globalización que alcanzamos a percibir, porque sería un esfuerzo huero; hay tantas como perspectivas sobre la realidad. Eso sí, de intensidad y condición diversas, porque en unas, lo mundial no pasa de anécdota, mientras que en otras es determinante; unas tienen una enorme carga objetiva, otras tienen más de artificio. La cautela aconseja no cabalgar alegremente de unas a otras, aplicando aquí lo que observamos allá, en un juego relajado, o para algunos intencionado, de traslaciones espúreas o extrapolaciones desmedidas. Evitemoslo, salvo que queramos crear confusión.

Dado que existen indicios de mundialización económica, se trata de buscar la mejor forma de entenderla, la que nos aporte mayor capacidad para interpretar lo que comporta, lo que acaece, lo que transforma. Si pensáramos que la economía realmente existente es un alegre juego, en el que las mercancías van y vienen hasta encontrar la óptima asignación de los recursos, deberíamos adoptar la perspectiva del mercado y pensar a partir de ella. Pero sería un craso error, porque es cierto que el mercado es una dimensión de los procesos económicos contemporáneos, pero también lo es que dista de contener en su seno, no ya la totalidad económica, ni siquiera sus componentes esenciales. Avanzaremos más si pensamos la realidad económica en términos de sistema y si con sencillez nos atreve-

mos a llamarla por su nombre: sistema económico capitalista. Hablaremos entonces de la globalización económica con precisión, porque la concretaremos como el proceso de globalización de un sistema económico determinado. Con sus componentes, sus relaciones, su lógica de funcionamiento y reproducción. Así de fácil.

En sentido positivo, el grado de globalización alcanzado es desigual según los momentos de la actividad económica que contemplemos, pero su capacidad para condicionar los comportamientos, lo que denominamos su manifestación negativa, es muy elevada.

Las finanzas son un momento esencial de la actividad económica, un eslabón sin el cual la visión de la realidad sería deforme. Momento vinculado al dinero, con cada vez más complejas plasmaciones: capital, operadores, mercados especializados en su tratamiento. Sobre todo ello nos detendremos para no avanzar sin referencias, pero antes, una acotación. No vamos a considerar pertenecientes al ámbito financiero a toda manifestación que en algún momento de su dinámica adopte esa forma. Sólo consideraremos tales a las que la conserven, a las que tengan en esa condición la substancia de su comportamiento e identidad. En concreto, es preferible no incluir como flujos financieros internacionales a los movimientos de inversión extranjera directa (IED). No porque en un momento no adopten la forma de flujo de capital, sino porque lo más específico e influyente es lo que luego acontece, cuando abando-

nan esa forma y dan origen a una actividad empresarial de carácter transnacional. Estudiarlos en su dimensión empresarial tiene mayor potencia explicativa. La misma distinción subyace en la argumentación de Bhagwati (1998) de que “las pretensiones de enormes beneficios procedentes de la libre movilidad de capitales han sido argüidas pero no demostradas, y en su mayoría (...) pueden obtenerse de la IED”; de donde el sentido de la diferencia que establece entre abrazar la libre movilidad de capitales de cartera y tener una política de atracción de IED.

A pesar de este desgaje, las finanzas internacionales no pierden entidad y permiten que un autor como Aglietta (1998) sostenga que “la integración financiera se ha convertido en la fuerza que lidera el proceso de globalización”, afirmación que, aunque discutible, no deja lugar a dudas sobre la importancia de las transformaciones financieras internacionales en curso.

La globalización económica no sólo afecta a las finanzas. Más claro aún. No podemos captar el sentido último de la globalización financiera si pretendemos aislarla de las de otros ámbitos económicos, pensándola como si en sí misma tuviera potencialidad explicativa autónoma. Aunque centramos el análisis en ella, sabemos que es sólo un momento dentro de un sistema más amplio y resituaremos en el sistema económico nuestros hallazgos, inquiriendo por las interacciones con el resto de planos.

Aludíamos a que hace diez años teníamos otra percepción de este proceso, introduciendo así la dimensión histórica. Y es importante hacerlo porque existe riesgo en las lecturas intemporales –como si estuviéramos ante un continuo indiferenciado– y en las arbitrarias de la historia –que expurgan a conveniencia elementos de aquí y de allá, de una u otra fase, como mejor se acomode a su propósito–. De ambas surgen ambigüedad y confusión. Para evitarlas proponemos circunscribir la fase actual del proceso de globalización al período que conduce de comienzo de los setenta a nuestros días. No antes, ni tampoco después. Es precisamente ahí cuando confluyen los dos rasgos más cualitativos de la globalización en curso: la emergencia de las nuevas finanzas internacionales –flotación de tipos de cambio, libertad de movimientos de capital, emergencia de nuevos productos y actores– y el surgimiento de una nueva producción transnacional –crecimiento cuantitativo acelerado, incorporación de espacios, ascenso de nuevas formas de organización y funcionamiento–.

## 2. LA GLOBALIZACIÓN DE LAS FINANZAS

Si aspiramos a profundizar en el significado e implicaciones de las finanzas, tenemos que retroceder un punto, para ocuparnos de lo que representa el dinero y toda la trama de elementos financieros que, a partir de él, se forman y proliferan. En primer lugar, ¿cómo entender mejor la multifuncionalidad del dinero dentro del sistema económico? A continuación,

¿qué aportan las finanzas que no esté ya contenido en la reflexión y en el discurso sobre el dinero? Fluye de aquí la conveniencia de pensar lo financiero como mercado y también como sistema, explorando si de estas miradas emerge una mejor comprensión de lo que acontece.

## 2.1. En torno al dinero

Vivimos en sociedades altamente monetarizadas, tendemos a nominar las cosas que nos rodean en dinero, buena parte de las relaciones que establecemos con nuestros entornos se expresan en él, tener y poseer existen con sentido real en la medida en la que adoptan una formulación monetaria, nos movemos con soltura en el eje temporal porque el dinero nos acompaña y nos presta su lenguaje y su lógica. Pero, ¿qué es el dinero? Ante tal elemental pregunta, una prestigiosa revista académica se plantea en el 2001 lo siguiente: “el dinero es un fenómeno complicado, difícil de definir, que, en su forma moderna, parece de casi imposible explicación. Después de todo, ¿qué es dinero –un numerario, un medio de cambio, un receptáculo de valor, un medio de pago, una unidad de cuenta, una medida de riqueza, una simple deuda, una forma aplazada de altruismo recíproco, un punto de referencia en la acumulación, una institución o alguna combinación de todos ellos?”<sup>1</sup>.

La problemática de cómo abordar teóricamente el dinero y las finanzas es una constante a lo largo de la historia del pen-

samiento económico. No obstante, su desarrollo teórico dista de ser un proceso lineal o acumulativo, dificultándose la apreciación de cuál ha sido el progreso teórico real.

Como eje teórico central es útil partir, a la luz de lo sugerido por Rochon (1990), de la relación que cada enfoque establece entre el dinero y la actividad económica general. El origen histórico de la controversia se sitúa en la polémica surgida entre el Principio Monetario y la Escuela Bancaria en los años cuarenta del Siglo XIX<sup>2</sup>. La discusión concreta giraba en torno a si era posible emitir billetes de banco en exceso, y así incrementar artificialmente el nivel de precios de las mercancías. El Principio Monetario, haciendo eco de la teoría del dinero ricardiana, sostenía que la cantidad de dinero en circulación determinaba el precio de las mercancías; la Escuela Bancaria defendía que era el precio de las mercancías el que determinaba cuánto dinero circulaba en la economía, ya que eran los créditos concedidos por el sistema bancario, y no la emisión de moneda, lo que originaba la expansión monetaria. Más allá de la dimensión pragmática de la discusión –contexto de cambios en la legislación que regulaba la creación de moneda británica– su relevancia radica en que abre espacio teórico para argumentar las relaciones entre la masa monetaria circulante y el nivel de precios, planteando de forma implícita la naturaleza y las funciones de dinero y crédito.

---

<sup>1</sup> Bell (2001, p. 150).

<sup>2</sup> Profundizan en esta polémica Wray (1990, cap. IV) y Marx (1867, tomo VII).

Las peripecias que ha experimentado el tratamiento teórico de la relación entre el dinero y la actividad económica a lo largo de la historia –ilustrada por esta primera controversia– definen los dos grandes enfoques en torno al dinero y las finanzas. El primero, identificado con la argumentación defendida por el Principio Monetario, es el que subyace en los autores monetaristas y postkeynesianos ortodoxos; versión hegemónica<sup>3</sup> tanto en el plano teórico como en el de la política económica aplicada, se caracteriza por el presupuesto teórico de que la oferta de dinero es una variable exógena a la economía real, controlable por el Banco Central; el dinero no importa, al menos en el largo plazo, ya que las denominaciones nominales sólo serían relevantes en el caso de que los agentes sufrieran ilusión monetaria; en coherencia, el objeto de estudio pertinente es la economía real, abstrayendo de ésta al sector monetario que, como variable exógena, será introducido *a posteriori*, con el fin de determinar los precios.

El otro es el que denominaremos enfoque endógeno del dinero. En él, agrupamos una trayectoria teórica muy amplia, con un punto común fundamental y diferenciador de la versión ortodoxa: el dinero como categoría inherente a la naturaleza y funcionamiento de la economía capitalista. La oferta de dinero, lejos de ser una variable exógena y controlable con independencia del funcionamiento económico, viene condicionada por el cri-

terio maximizador de beneficios que rige toda la actividad económica capitalista, a través de los mecanismos de gasto y pago de las obligaciones contraídas; situada la endogeneidad del dinero con respecto al funcionamiento del sistema en el centro, es insostenible su neutralidad, ni siquiera en el largo plazo; no se fundamenta en la existencia de ilusión monetaria, sino en el normal funcionamiento de la economía capitalista, caracterizada como economía monetaria. De esta trayectoria teórica –que comienza con los planteamientos de autores clásicos como Thomas Tooke, J.S. Mill, y Karl Marx, nutriéndose con las aportaciones de Veblen y Keynes<sup>4</sup>, hasta llegar a los trabajos actuales de los teóricos del circuito y los estudios de marxistas y postkeynesianos heterodoxos<sup>5</sup>– nos es especialmente útil recuperar la concepción de la economía capitalista como esencialmente monetaria, con el dinero como un elemento constitutivo de su funcionamiento y, por tanto, relacionado con la dinámica económica de forma orgánica; relación en la que se discute si el vínculo debe ser establecido en términos del controvertido concepto marxista de dinero mercancía<sup>6</sup> o siguiendo la propuesta de los teóricos del circuito y ciertos autores postkeynesianos heterodoxos, a partir de la conceptualización

<sup>4</sup> Los principios del enfoque endógeno se hayan expuestos, en especial, en los artículos publicados por Keynes en *Economic Journal* entre 1937 y 1939.

<sup>5</sup> Rochon (1999) estudia la relación entre las distintas corrientes keynesianas y el enfoque endógeno.

<sup>6</sup> Entre los marxistas tiene crucial importancia la controversia acerca de si el análisis del dinero se debe desarrollar a partir de la relación mercancía-dinero o de la relación capital-dinero, así como la referente a la conceptualización de la relación entre dinero mercancía y dinero crediticio.

<sup>3</sup> Son obras paradigmáticas de esta versión Fisher (1911) y Friedman (1969).

del dinero como deuda<sup>7</sup>; nos permite vislumbrar un espacio teórico al que se hace irrenunciable incorporar la dimensión social e institucional del dinero; recuerda Bell<sup>8</sup> (2001) que todo acercamiento teórico que se haga a esta cuestión tiene necesariamente que hacer un esfuerzo por superar una visión que restrinja el dinero a su consideración de instrumento técnico que facilita el intercambio y cuya naturaleza definitoria radica fundamentalmente en su contenido material, e incorporar cuestiones como la importancia del entramado institucional que respalda y legitima al dinero, o las relaciones sociales que se entretejen de forma específica en el contexto de una economía monetaria.

En resumen, consideramos más fértil razonar desde una concepción que no sea “mercado reduccionista”, que no pretenda que la función esencial del dinero es la de puro y exclusivo medio de cambio, algo que sobreviene en mercados ya existentes, al mero servicio del intercambio de mercancías, como si se tratara de una dimensión complementaria, contingente e innecesaria para entender el funcionamiento y reproducción de una economía moderna. Pensamos que contiene más fuerza explicativa aceptar que las economías contemporáneas son esencial e inextricablemente monetarias, lo que nos aboca a razonar desde una concepción endógena, histórica, social e institucional del dinero, con lo que éste se convierte en

un vínculo social esencial, una institución ligada a la soberanía, que posibilita la coordinación de las acciones de agentes privados dispersos, que intercambian y se endeudan dentro de un sistema económico orientado a la acumulación, un sistema ineluctablemente monetario<sup>9</sup>

## 2.2. **Las finanzas**

A medida que el sistema económico aumenta su grado de monetización, las funciones del dinero –medio de pago, expresión de relación entre deudores y acreedores, acumulación de riqueza– ganan protagonismo junto a las de escuento numerario walrasiano o simple medio de cambio; surge una pléyade, siempre creciente, de nuevos instrumentos, nuevas plasmaciones inequívocamente monetarias que, con perfiles específicos, tienden a intercambiarse bajo formas mercantiles y a entrelazarse formando conjuntos articulados, con rasgos asociables a sistemas. Aparece así el ámbito de lo financiero, plasmación compleja de lo monetario –en el sentido que utiliza Bell (2001) de “jerarquía de dineros”– o segregación derivada de él, con una doble dimensión, difícil e inextricablemente interrelacionada: mercado de un lado, sistema de otro.

En cuanto mercado, lo que se intercambia en su seno son elementos financieros, productos o símbolos de esa condición, de concreción heterogénea, dispar, en cambio continuo y, en nuestros días, especialmente acelerado; de forma que dista de haber un continuo entre lo

---

<sup>7</sup> Para profundizar ver Rochon (1999) y Wray (1990).

<sup>8</sup> Este autor sistematiza las aportaciones teóricas referentes a la conceptualización del dinero en función de la dicotomía metalistas-chatalistas.

---

<sup>9</sup> Aglietta (1998, p. 46 y sgts).

que ha sido en el pasado y lo que es hoy objeto de transacciones financieras. Esta evolución, aunque alcance en ocasiones rango cualitativo, no debe obscurecer el sentido último, la función que el mercado financiero debe cumplir para la buena marcha del sistema económico en su conjunto. La lógica de ese mercado no se completa, pues, con la que anima a sus agentes, existe otra, que dimana de la del sistema económico como totalidad, condición validatoria de la que puedan ejercer, en su interior, los operadores particulares. En este mismo número, Mishkin<sup>10</sup> la formula con precisión: *La función primordial de los mercados financieros es la de canalizar fondos a aquellas personas físicas o jurídicas que presenten oportunidades de inversión productivas. Si el sistema financiero no lleva a cabo esta función adecuadamente, la economía no funcionará bien, obstaculizándose así el crecimiento económico. Esta función implica la capacidad para formarse un juicio sobre la solvencia crediticia que ofrecen las distintas oportunidades de inversión.* Por tanto, desde esta función esencial habrá que juzgar el funcionamiento de los mercados financieros, no con su olvido.

A lo largo de su evolución, lo financiero ha tendido a aumentar su complejidad, fruto de la aparición de nuevas solicitudes del sistema económico, y de nuevas posibilidades detectadas por los propios agentes financieros; los instrumentos, que se transforman y se superponen, sin

comportarse como una amalgama informe, un conglomerado en sentido estricto, operan como un sistema –con estructura, componentes, interrelaciones y propiedades emergentes-. Rousseau & Sylla (2001, pp. 4) lo expresan con rotundidad: *Nuestra opinión es que en un sistema financiero que funcione satisfactoriamente hay numerosas interacciones entre todos los componentes (...) la unidad de observación para estudiar el papel de las finanzas en la modernización económica debe ser el sistema financiero como totalidad y no uno o varios de sus componentes.* Los mismos autores concretan los componentes que, en su opinión, debe tener un buen sistema financiero, identificando, además de la dimensión monetaria estricta, las finanzas públicas, el conjunto de instituciones bancarias, el banco central y los mercados de títulos<sup>11</sup>. Cinco componentes que indican que la dimensión financiera va mucho más allá del tratamiento del dinero como simple medio de cambio, diversidad de componentes, de cuya estructura relativa, correlación de fuerzas, proporciones diversas y relaciones con los agentes que tienen posibilidades de inversión productiva –universo de corporaciones y empresas– pueden surgir tipologías de sistemas financieros, dignas de consideración por lo que tienen de específicas y por su distinta capacidad para cumplir la función esencial del subsistema financiero, la que desarrolla respecto al sistema económico como totalidad superior en la que está contenido.

<sup>10</sup> Mishkin (1999, p. 3, traducción de Pedro Fuentes para EKONOMIAZ).

<sup>11</sup> Rousseau y Sylla (2001, pp. 3-6).

La amplia literatura que trata esta temática habla de sistemas financieros basados en el mercado y la posibilidad de salida –el de inspiración anglosajona– o en relaciones intensas y duraderas entre bancos y empresas –relacionable con las prácticas alemanas o japonesas<sup>12</sup>. Dado que la globalización financiera incide sobre la virtualidad de estas opciones volveremos más tarde sobre estos sistemas financieros alternativos.

Conviene señalar que la inestabilidad tiende a afectar al ámbito financiero, un rasgo genético que, en determinadas circunstancias, se dispara al aumentar los problemas de información asimétrica, con sus bien conocidos corolarios de selección adversa y azar moral, interfiriendo gravemente con el ejercicio de las funciones más genuinas del sistema financiero. La importancia de conocer tales circunstancias y de disponer de instrumentos para minimizar sus efectos está fuera de toda duda si pensamos que “la inestabilidad financiera surge cuando shocks que afectan al sistema financiero interfieren con los flujos de información de forma que el sistema no puede hacer su tarea de canalizar recursos a los que tienen oportunidades de inversión productiva”<sup>13</sup>. No es, en consecuencia, una enfermedad periférica, afecta a la esencia del contenido funcional del subsistema financiero, repercutiendo sobre todo el sistema económico.

Los factores causantes de la inestabilidad pueden ser de origen y condición di-

versos; reales unos –como el deterioro de resultados y balances de empresas no financieras–; financieros otros –empeoramiento de los balances del propio sector financiero o subida de los tipos de interés–; vinculados algunos al funcionamiento de mecanismos reguladores –garantías gubernamentales sin adecuada supervisión del sistema bancario– o de un carácter tan difuso como el incremento de la incertidumbre<sup>14</sup>; causalidad múltiple que ayuda a que, al combinarse elementos tan dispares, llegan a desencadenar procesos que se retroalimentan y resultan de difícil control.

Autores como Arrighi, Kindleberger o Galbraith han lanzado miradas sugerentes a esta problemática. Arrighi –al hilo de lo que, inspirado en F. Braudel, denomina ciclos de acumulación sistémica– analiza la lógica intrínseca que rige la dinámica de la inestabilidad financiera; la alternancia de períodos de expansión y crisis financiera es entendida como una expresión de la existencia natural de crisis de sobreacumulación en el capitalismo: en una expansión acelerada de la producción y el comercio mundial, la sobreacumulación de capital limita las posibilidades de reinversión con rentabilidad suficiente en el ámbito productivo y comercial; esto conlleva un importante desmantelamiento de inversiones y la consiguiente creación de una masa creciente de liquidez deseosa de colocarse en circuitos crediticios o especulativos que, al coincidir en el tiempo con una intensa

---

<sup>12</sup> Grahil (2001, pp. 28-30).

<sup>13</sup> Mishkin (1999, p. 6).

<sup>14</sup> Mishkin (1999) los sistematiza en tales términos.

competencia por captar estos recursos que se acumulan en los mercados financieros, generan las condiciones de gestación de la crisis financiera. Con un análisis diferente del funcionamiento económico capitalista, Kindleberger se ha ocupado de las manías, los pánicos, y los crash que periódicamente han acompañado a las finanzas; no es la natural tendencia del sistema a la sobreacumulación de capital quien los causa, sino las expectativas irrationales de los inversores acerca de la capacidad de generar rentabilidad de una nueva o especialmente boyante actividad económica; no obstante, la secuencia descrita a través del recorrido histórico elaborado por Kindleberger, contiene mecanismos similares a los antes expuestos. También conviene referirse a algunas de las reflexiones de J. K. Galbraith dado que la inestabilidad financiera de las dos últimas décadas hace necesario incorporar la especulación, para no limitar la capacidad explicativa de nuestros análisis; en su interpretación de las crisis este autor otorga un papel fundamental a lo que denomina “grandes orgías especulativas”; lo novedoso, con respecto al enfoque endógeno, es que fundamenta la existencia de estas orgías precedentes a las crisis en el ánimo psicológico de los agentes, más que en las condiciones monetarias y financieras de la economía; este estado de “euforia financiera” nace del convencimiento de gran parte de los inversores financieros de que el mercado va a seguir subiendo de forma continua o de que, en caso de que caiga, ellos serán capaces de vender a tiempo; se crea un contexto

de sobreinversión financiera cuyo único fundamento es el optimismo y la confianza de los inversores, una orgía especulativa que, precisamente debido a su carencia de fundamento, está predestinada a terminar en un crash repentino.

En resumen, nos acercamos al ámbito de las finanzas internacionales sabedores de que lo financiero, sea por problemas de información asimétrica, por vinculación a los ciclos de acumulación o por las expectativas irrationales de los agentes propende, inquietantemente, a comportarse de manera inestable.

### **2.3. Perspectiva histórica de las finanzas internacionales**

A lo largo del Siglo XX se han combinado una sucesión de regímenes de regulación monetaria internacional con cambiantes reglas de juego y ha habido una evolución del grado de integración de los mercados financieros que, al no haber sido en modo alguno lineal, es objeto de discrepancias y debates, sorprendentemente apasionados para un ámbito que podría pensarse se presta a investigación empírica con métodos científicos.

#### *2.3.1. Los sucesivos regímenes de regulación monetaria internacional*

El objeto último de los modelos de regulación es la creación de un marco estable para la convertibilidad externa de las distintas monedas que libere a las relaciones económicas internacionales de la compensación continua de saldos bilaterales; son caracterizables en función de dos mecanismos básicos: el de ajuste de

los desequilibrios en las balanzas de pagos nacionales y el de liquidez o de creación de activos de reserva. Atendiendo al tipo de mecanismos, entre finales del Siglo XIX y la actualidad, podemos distinguir tres grandes sistemas monetarios:

– *Patrón oro* (de 1879 a 1<sup>a</sup> Guerra Mundial). Asegura el respaldo en oro de la oferta monetaria, relacionando de forma directa la capacidad de crear liquidez con las reservas de metal del país. Las economías, condicionadas en su margen de maniobra para diseñar políticas monetarias o cambiarias, saneaban sus desequilibrios externos mediante procesos costosos en términos de empleo y de renta, reflejo de que el funcionamiento económico se veía restringido por la dinámica de un dinero que, al estar respaldado por oro, se podía conceptualizar como dinero mercancía. Esta restricción que la moneda-mercancía ejercía sobre el funcionamiento económico es abandonada al comienzo de la Primera Guerra Mundial, cuando los países, para financiar sus gastos militares, emiten dinero sin respetar la obligación del respaldo en oro.

– *Patrón de cambio dólar-oro* (de 1944 a 1971). Nacido en Bretton Woods, en 1944, sólo el dólar, mantenía el compromiso de convertibilidad a una paridad fija con el oro, mientras las demás monedas se vinculaban a él, permitiéndose un estrecho margen de fluctuación respecto a la paridad establecida; durante las casi tres décadas de vigencia, el dólar ejerció las funciones

de moneda internacional de pago y de reserva. Los dólares, determinados por el comportamiento de la balanza de pagos estadounidense, circulaban en la economía mundial y constituyan la liquidez internacional; existía una peculiaridad importante: si bien Estados Unidos dotaba al sistema de liquidez a costa de su desequilibrio exterior, el país contaba con la posibilidad privilegiada de financiar su déficit con su propia moneda, cuya emisión era de su exclusiva competencia; Estados Unidos transmitía al resto del mundo la responsabilidad de que el dólar mantuviese una paridad estable. Por razones harto conocidas, esta situación se hizo insostenible a finales de la década de los sesenta, ya que sólo uno de cada nueve dólares que circulaban en la economía mundial tenía respaldo en oro; el sistema estaba abandonado antes de su muerte oficial en 1971.

– *Sistema post Bretton Woods* (de 1971 a nuestros días). Una de las notas más sorprendentes del paisaje monetario internacional que se configura a continuación es el cambio en el papel del oro. Tanto Estados Unidos como las instituciones financieras multilaterales creadas en Bretton Woods, marginan al oro dentro de las nuevas reglas del juego monetario internacional, mediante una serie de medidas que convertían al antaño protagonista en una mercancía más: venden gran parte de sus reservas en oro y finalmente el FMI abandona en 1975 la fijación de un precio oficial para el metal; tam-

bién a partir de ese año los países dejan de ingresar una proporción de su cuota a la institución en oro; parece claro que subyace la pretensión de conseguir una desmaterialización completa de la obligación monetaria; de hecho, un rasgo del nuevo esquema monetario internacional es la inexistencia de relación entre el valor y la cantidad de cada moneda, y las reservas nacionales de una mercancía con valor intrínseco propio, el oro. También se abandona las paridades fijas, oficialmente, a partir de 1976, el tipo de cambio de las monedas tiende a determinarse según las fuerzas del mercado, en un régimen de flotación. Dos matizaciones:

- a) El tipo de cambio de cada moneda no fluctúa siguiendo una pauta individual, sino que se tiende a que distintas monedas se agrupen en torno a una divisa fuerte, creándose así espacios monetarios con trayectorias relacionadas.
- b) Aunque son las fuerzas de mercado las que fundamentalmente determinan los tipos de cambio, no se descartan variantes de intervención que dan lugar a modalidades de fijación de los tipos de cambio, conocidas como de “flotación sucia”.

Si reflexionamos sobre este conjunto de reglas, cobra pleno sentido el comentario que considera pretencioso llamar sistema a algo cuya definición más sintética podría ser la de no-sis-

tema<sup>15</sup>; porque estamos ante mecanismos sin reglamentar. Se entiende, pues, el recurrente recordatorio que, desde centros académicos y políticos, se hace sobre la tarea pendiente de diseño e instauración de un sistema monetario internacional que merezca tal nombre.

### 2.3.2. *El ascenso de la mundialización financiera*

Sobre el telón de fondo que proporcionan los sistemas de regulación que acabamos de exponer, las finanzas internacionales han tenido durante el Siglo XX una evolución oscilante, con dos períodos –inicial y final– de aumento del grado de integración financiera, separados por el largo interregno que enlaza a las dos grandes guerras. Puede decirse, sin riesgo, que ha habido un crecimiento progresivo de la integración financiera durante las tres últimas décadas del siglo y que lo alcanzado a lo largo de estos treinta años nos sitúa en un nivel muy superior al que rigió durante las cinco décadas anteriores; igualmente ofrece pocas dudas el hecho de que la integración financiera existente al desatarse la primera guerra mundial representó un hito que la economía mundial perdió en la parte central del siglo. La globalización financiera que hoy vivimos es, por tanto, un proceso con antecedentes, representa uno de los extremos de la figura en forma de U conque Obstfeld & Taylor (2001) caracterizan la evolución de la globalización de los mercados financieros durante el Siglo XX.

<sup>15</sup> Ontiveros (1997).

Las dificultades comienzan cuando queremos comparar los períodos de auge integrador o, simplemente, medir el ritmo a que evoluciona la integración financiera, precisando el grado alcanzado por la misma. Comprobamos entonces que no es un tema fácil, ya que estamos lejos de disponer de un índice preciso e inequívoco. Es un punto de amplia coincidencia: Edwards (1999) utiliza la correlación entre ahorro e inversión, el diferencial entre tipos de interés o una canasta de indicadores basados en el FMI, para concluir que el progreso en la medición del verdadero grado de integración requerirá construir indicadores que hoy aún no tenemos; Martínez González-Tablas considera que *la medición precisa del grado de globalización financiera es una tarea cada vez más difícil, que requiere (...) formulación de supuestos que, a su vez, pueden ser objeto de discusión*<sup>16</sup>; Obstfeld & Taylor (2001) pretenden superar la dificultad mediante la utilización de una batería de tests, usando criterios tanto de cantidad, como de precio –entre ellos, la composición del stock de capital extranjero, las paridades de tipos y la rentabilidad de activos–. En resumen, aunque disponemos de una gama amplia de indicadores, la medición rigurosa del grado existente de globalización financiera sigue siendo una cuestión abierta.

La constatación de esta dificultad no nos impide inquirir acerca de las causas explicativas de las fuertes oscilaciones en el grado y la tendencia globalizadora de las finanzas, dado que, aunque no poda-

mos medirla con precisión, estamos en condiciones de detectar las líneas fuertes de su evolución. Con toda probabilidad confluyen diversos factores causales que pueden ir del impacto de los conflictos bélicos, al efecto inducido por la Gran Depresión o al tipo de pensamiento económico dominante. De entre ellos, a nuestros efectos, nos interesa subrayados, que nos van a servir para el desarrollo de apartados ulteriores. El primero se refiere a la imposibilidad de compatibilizar determinados objetivos de política económica –el conocido trilema que postula que movilidad de capitales, tipos de cambio fijos y política monetaria independiente son incompatibles– debiendo renunciarse a alguno de ellos; es la perspectiva que defienden Obstfeld y Taylor al afirmar que “los movimientos seculares en el alcance de los procesos de crédito y endeudamiento internacionales pueden ser interpretados en términos del dilema” y que “los acontecimientos demuestran el poder del trilema de la política macroeconómica para dar cuenta de muchos de los altos y bajos de la evolución del mercado de capitales global durante el Siglo XX”<sup>17</sup>. El segundo factor causal nos obliga a entrar en un discurso menos estilizado, porque la prioridad relativa de unos objetivos políticos sobre otros sólo se explica por la presencia de fuerzas profundas, que requieren de un análisis histórico de carácter político e institucional, que nos esclarezca lo que hay detrás de los cambios de posición ante los flujos internacionales de capital; Obstfeld y Taylor

---

<sup>16</sup> Martínez González-Tablas (2000, cap.5).

<sup>17</sup> Obstfeld y Taylor (2001, pp. 8 y 14).

apuntan en esta dirección y Bhagwati lo concreta aún más: en la fase actual, la fuerza impulsora subyacente es el complejo Wall Street-Tesoro norteamericano, las grandes corporaciones financieras de Wall Street tienen un interés obvio en un mundo de libre movilidad de capitales y esta poderosa red es “incapaz de ver más allá del interés de Wall Street, al que equiparan con el bien del mundo”<sup>18</sup>.

#### **2.4. La situación actual de las finanzas internacionales**

No se puede profundizar en las causas que configuran el nuevo paisaje financiero sin considerar las dificultades a las que tuvo que enfrentarse el sistema económico capitalista como resultado de la quiebra del modelo de acumulación de la posguerra. Es el contexto del que nace el nuevo mecanismo de regulación monetaria internacional, que acabamos de sintetizar. Ambos planos se articulan y de su combinación surgen procesos que conforman la situación financiera actual, objeto de una amplia bibliografía que la caracteriza con distintos criterios<sup>19</sup>; para nuestro propósito, seleccionamos tres rasgos básicos: financiarización creciente, productos, agentes y lógica novedosos, y finalmente, una integración peculiar de los mercados financieros.

##### a) Tendencia a la financiarización

Entendida como mayor importancia relativa del plano financiero dentro de la actividad económica general, fruto

del aumento de los recursos movilizados por las actividades financieras y de su creciente autonomía. A veces, se alude a este aspecto con la expresión de “ensimismamiento financiero”, como si el plano financiero contara con un motor y unos criterios de funcionamiento propios –a pesar de que es del plano productivo del que se nutre y al que en última instancia está subordinado– divorciados de la dinámica productiva de la economía y causantes de una contradicción dentro del funcionamiento económico. Varios factores contribuyen a este proceso:

- *Tendencia a la prolongación de la fase de vida posterior a la jubilación*, en la que la capacidad de ahorro desciende, hasta llegar en la mayoría de los casos a extinguirse. Este componente de la tendencia al envejecimiento de la población, tiene relevantes repercusiones financieras, sobre todo si se combina con el rasgo siguiente.
- *Ausencia, insuficiente entidad o incertidumbre de los sistemas de pensiones públicas basados en el reparto*. Los casos pueden ser diversos, si bien todos confluyen hacia el mismo resultado. Hay contextos sociales en los que el sistema de pensiones público nunca ha tenido cobertura profunda de la población en edad de jubilación; en otros, la tendencia a la creación de un sistema

<sup>18</sup> Bhagwati (1998, p. 12).

<sup>19</sup> Martínez-González, Ángel (2000) y Palazuelos Manso, Enrique (1998).

público de pensiones se ha visto interferida por dudas sobre su viabilidad a largo plazo; finalmente, en sociedades en las que tal sistema operó de forma sólida, las críticas al Estado del Bienestar y el discurso sobre el envejecimiento de la población han hecho surgir dudas e incertidumbre donde antes hubo seguridad y certeza.

– *Aumento de la demanda de riqueza financiera por parte de los particulares.* La combinación de estas dos primeras componentes y su generalización –en los países

desarrollados y en aquéllos con suficiente grado de desarrollo para que haya significativos estratos de la población con capacidad de ahorro– dan como resultado un *aumento de la demanda de riqueza financiera por parte de los particulares* –en especial, de aquellos segmentos que se encuentran en la fase de vida activa de mayores ingresos y capacidad relativa de ahorro–. Aglietta (2000), a partir de datos de la OCDE, analiza (Cuadro nº1) el crecimiento de la riqueza financiera en poder de las familias en relación a su ingreso disponible total:

Cuadro nº1: **Riqueza financiera neta familiar/ ingreso disponible (medias de períodos)**

	1981-85	1986-89	1990-92	1993-97
Estados Unidos	2,52	2,80	2,89	3,11
Japón	1,46	2,15	2,18	2,24
Alemania	1,58	1,80	1,76	1,85
Francia	0,85	1,29	1,38	1,77
Gran Bretaña	1,60	2,08	2,12	2,75

– El proceso se ve profundizado por la *necesidad que tienen los Estados de financiar los déficits sin recurrir a la relajación monetaria*, lo que les obliga a emitir y colocar sus emisiones de deuda en términos que resulten atractivos para unos mercados cada vez más internacionalizados –que contrastan y juzgan en términos de coste de oportunidad, con facilidad para hacer y deshacer posiciones–.

b) Nuevos productos, nuevos agentes, nueva lógica.

Son tres componentes que se enlazan y se retroalimentan:

– *Nuevos productos*. En el nuevo marco monetario internacional la compraventa de monedas cuya cotización fluctúa libremente es una actividad con la que es posible obtener sustanciales márgenes de ganancia; surge un mercado de *divisas* que no deja de crecer y cuya volatilidad es un potencial desestabilizador para las economías implicadas, un mercado que no cuenta con más reglamentaciones que las que tímidamente sostienen en ámbitos reducidos algunos Estados nacionales; situación que lo asemeja a los “mercados libres” de los manuales de teoría económica ortodoxa, precisamente en un ámbito que, al incidir sobre los precios relativos de las monedas, tiene efectos productivos y socia-

les directos sobre las economías nacionales. Al lado de las divisas emergen, con enorme crecimiento, desde mediados de los ochenta, los “productos derivados” –según datos del Banco Internacional de Pagos (2000) la comercialización de “productos derivados” se ha multiplicado por más de veinte en el período 1986-1999–; la ventaja de esta nueva modalidad de activos es que protegen al inversor financiero frente a los efectos de posibles fluctuaciones en los tipos de interés, tipos de cambio, niveles de inflación, o evoluciones bursátiles. En cuanto a los productos financieros tradicionales, se experimenta un proceso de reasignación de la importancia relativa de cada uno de ellos en los mercados de *capitales*, en función de la adaptabilidad de sus condiciones de rentabilidad y flexibilidad a las exigencias del nuevo contexto<sup>20</sup>.

– *Nuevos agentes financieros*. En un lapso de tiempo reducido y simultáneamente en múltiples países, hemos visto la llegada de un nuevo tipo de demandantes de activos financieros, que se incorporan de forma gradual y sin un conocimiento previo del funcionamiento, las oportunidades y los riesgos de unos mercados financieros

<sup>20</sup> Es significativa, por ejemplo, la pérdida de peso relativo de los préstamos a favor de las líneas de crédito “titularizadas”.

**Cuadro nº2: Activos financieros gestionados por inversores institucionales. % de los activos financieros totales de las familias**

	1980	1985	1990	1995	1997
Estados Unidos	20,7	30,0	35,2	42,7	45,0
Japón	15,6	20,2	26,7	29,6	29,2
Alemania	22,3	27,5	33,3	40,5	43,3
Francia	11,4	24,7	36,7	44,3	44,4
Gran Bretaña	23,0	27,0	42,4	52,1	52,6

Fuente: Aglietta (2000), a partir de datos nacionales.

sometidos a cambio acelerado–; para atender esta demanda aparece una pléyade de inversores institucionales, fondos colectivos de variada condición, que tienden a gestionar una proporción creciente de la riqueza financiera familiar (Cuadro nº2).

– *Nueva lógica.* La aparición de estos nuevos agentes en el ámbito financiero internacional, en convivencia con los operadores tradicionales –Bancos Centrales, banca internacional, y empresas multinacionales– agudiza la desintermediación e introduce una nueva lógica de funcionamiento regida por unos criterios ajenos a la tradicional: “los inversores institucionales compelen a las empresas a maximizar su valor bursátil a corto (...) sin preocuparse de-

masiado por el desarrollo futuro”<sup>21</sup>, un comportamiento con enormes repercusiones sobre el funcionamiento de los mercados financieros y sobre la reproducción del sistema económico en su conjunto.

c) Peculiar integración de los mercados financieros.

El aumento de la dimensión de los nuevos operadores precisa mercados profundos, capaces de ofrecer volumen y, a la vez, diversificación del riesgo. El movimiento internacional de capitales, combinado con las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías para articular complejos flujos de información, de manera interactiva y en tiempo real, crea las condiciones para la creciente integración de los

<sup>21</sup> Aglietta (1998, p. 69).

mercados financieros, en evolución hacia un mercado de ámbito mundial y rasgos propios.

– *La tendencia a la concentración de la actividad financiera en los países desarrollados* se ha consolidado en las últimas décadas; según los datos del FMI<sup>22</sup> el 94,4% de los flujos financieros gestionados a través de las líneas de crédito sindicadas en el año 2000 fueron dirigido a los países industrializados; en el primer trimestre del mismo año el 82% de las operaciones con “productos derivados” se concentraron en Estados Unidos y Europa<sup>23</sup>. Otra dimensión es la instauración de una moneda nacional como referente monetario internacional; el dólar ha consolidado su posición de referente internacional, posición hegemónica que mantiene hasta nuestros días, cumpliendo de forma casi exclusiva todas las funciones que tradicionalmente se le atribuyen a una moneda internacional: activo de reserva para los Bancos Centrales, activo financiero negociado en los mercados financieros, y medio de pago y unidad de cuenta en las operaciones internacionales. Hoy por hoy, a la espera del rumbo del euro, la centralidad del dólar

como referente monetario internacional es indiscutible: en 1999 constituía un 77,8% de las reservas oficiales mantenidas en divisas por todo el mundo<sup>24</sup>.

– *Desregulación y apertura externa de los sectores financieros nacionales de los mercados emergentes*. En el contexto de esta gran actividad financiera, en las últimas dos décadas, algunos espacios económicos pasan de una posición de casi total aislamiento financiero a una creciente inserción en los mercados financieros internacionales. Son los denominados “mercados emergentes” –algunos países de Asia Oriental, Latinoamérica y Europa del Este– economías que bajo la tutela del Banco Mundial (BM) han desarrollado una decidida estrategia, no exenta de costes y tensiones, de apertura externa y liberalización, dentro de la cual la desregulación y la apertura de los sectores financieros han sido la pieza básica. Estas medidas –alentadas por la expectativa de que implicarían de forma automática mejoras de eficiencia en los sistemas financieros nacionales y la creación de un marco más favorable para la entrada de capital extranjero– se aplicaron en un contexto de privatizaciones masivas, que aceleró su implantación y contribuyó al crecimiento de los mercados

<sup>22</sup> International Capital Market (2000).

<sup>23</sup> La magnitud del grado de concentración es contrastable a través de diversas fuentes. Se obtienen idénticas conclusiones, por ejemplo, con los datos ofrecidos por el BIS (2000) respecto a la distribución geográfica de los derechos emitidos por los bancos que declaran a la institución.

<sup>24</sup> BIS (2000).

financieros nacionales. Sin entrar a analizar sus costes productivos, ni los grupos sociales que se han visto beneficiados y perjudicados por ellas, el resultado ha sido que la competencia entre los Estados por captar recursos financieros internacionales les ha llevado a relajar considerablemente los controles públicos sobre las entradas y las actividades del capital financiero, en un marco de debilidad de los sistemas financieros nacionales y de dificultad creciente por parte de los Estados para ejecutar los mínimos controles y obligaciones fiscales.

– *Exposición de todos los espacios de la economía mundial al proceso de integración financiera.* Un rasgo definitorio del contexto financiero actual es el alto grado de inestabilidad que acarrea, así como la espiral de incertidumbre que reproduce. De forma recurrente, el plano financiero se ve sacudido por distintas formas de shocks que suponen una ruptura en su normal funcionamiento y distorsionan la dinámica de las actividades productivas. Los países se ven afectados por estos vaivenes y crece la exposición de los sistemas económicos nacionales sometidos a una inevitable inserción. No hay ningún espacio económico nacional para el cual la dinámica financiera internacional sea indiferente: sea porque su relación con esta dinámi-

ca es orgánica o por los efectos que se desprenden de su marginación respecto a ella.

Si resumimos, tenemos de un lado, la evolución de las finanzas internacionales proviene de cambios e impulsos procedentes de la economía real, es consecuencia de tales transformaciones, procede de ellas y, en mayor o menor grado, le es funcional; y de otro, el aumento de su importancia relativa y de su grado de autonomía dentro del conjunto económico permiten hablar de “ensimismamiento financiero”. Son caras de una misma realidad.

### **3. EFECTOS DE LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA**

Nos detenemos ahora en los efectos. Lo haremos aludiendo, primero, a los más característicos que plantea la teoría y a lo que podemos decir de su plasmación práctica, para centrarnos luego en el impacto sobre el sistema económico de las sociedades desarrolladas y en las consecuencias para los países subdesarrollados, con una reflexión final sobre la problemática de regulación.

#### **3.1. Una visión general: teoría y práctica**

En sus términos más generales el debate se plantea en torno a si el discurso construido para analizar el comercio de mercancías es aplicable, sin modificaciones, al de capitales, de forma que toda la línea argumental construida para aquél sea directamente extrapolable a éste. Edwards (1999) lo reconoce de manera explícita cuando afirma que “teóricamente, la cuestión es si los teoremas sobre las

ventajas del libre comercio de mercancías son aplicables al libre comercio de capitales financieros”.

Bhagwati (1998) considera que “la idea y la ideología del libre comercio y sus beneficios (puede decirse que) ha sido secuestrada por los defensores de la movilidad de los capitales” y se muestra reticente frente a los discursos dominantes que consideran inevitable y, a la vez, extremadamente deseable tal movilidad; en su opinión, en contra de las apariencias, “ninguno de los defensores de la libre movilidad de capitales ha estimado la magnitud de las ventajas que aspiran a materializar”. Otros, más cautelosos, recurren a una conexión indirecta entre libre movilidad de capitales y crecimiento, a través de los efectos inducidos por aquélla sobre el comercio y la inversión<sup>25</sup>. El fondo del tema es si la peculiaridad de los productos transados y la posición relativa de los operadores permiten resolver los problemas de información inherentes a este mercado. Si aceptamos la conclusión de Bhagwati (1998) de que “ninguna de las soluciones que suelen propugnarse son capaces de librar al sistema de libre movilidad de capitales de inestabilidad” nos vemos abocados a un análisis alejado de euforia y de apriorismos. Con esta actitud recorremos, de forma sucesiva, el efecto sobre una serie de elementos claves: ahorro, tipos de interés, inversión, grado de competencia y política económica.

– *Ahorro*. En principio, la integración de los mercados financieros perfeccionaría el mecanismo fundamental de captación y asignación de los excedentes generados en la economía mundial. El ahorro mundial se vería estimulado por un mercado que, superada la segmentación en compartimentos escasamente comunicados, sería capaz de remunerar mejor a los ahorradores y de distribuir más eficientemente los recursos ahorrados hacia utilizaciones productivas surgidas en cualquier lugar del mundo. Sin embargo, las reservas frente a este discurso son de envergadura; no podemos olvidar que *la fase financiera actual se caracteriza más por la magnitud de los flujos brutos (volumen de operaciones) que por la de los netos (los verdaderamente reasignadores de ahorro al compensar los desajustes en las balanzas corrientes)*; la capacidad de captación de ahorro de los distintos entornos económicos no depende tanto de sus oportunidades relativas de colocación productiva como de la posición relativa de las economías y de la seguridad que inspiran a los propietarios de recursos financieros; sin que tampoco sean sencillas de establecer las relaciones causalidad en este tipo de procesos, en los que confluyen múltiples variables. Se constatan dos rasgos significativos. Primero (cuadro nº3), en contra de las expectativas, no crece el ahorro mundial, sino que tiende a descender.

<sup>25</sup> Rousseau y Sylla (2001, p. 35).

Cuadro nº3. **Generación de ahorro mundial (% del PIB)**

	1986-93	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ahorro Total	35,6	33,6	33,7	32,8	32,7	33,3	32,9	33,1
Ahorro Público	7,7	7,7	7,4	7,0	6,8	7,5	7,1	6,9
Ahorro privado	27,9	26,0	26,3	25,8	25,9	25,8	25,8	26,2

Fuente: FMI (Mayo de 2000). Estudios Económicos y Financieros.

Segundo, Estados Unidos, país desarrollado y hegemónico, agudiza la tendencia a succionar una proporción de día

en día mayor de ese ahorro decreciente (Cuadro nº4).

Cuadro nº4: **Tasas de ahorro e inversión de Estados Unidos (% del PIB)**

	1978-85	1986-93	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Ahorro nacional	19,7	16,9	16,4	17,0	17,3	18,3	18,8	18,7	17,3
Inversión	21,2	18,9	18,8	18,7	19,1	19,8	20,5	20,7	21,0
Ahorro captado	1,5	2,0	2,4	1,7	1,8	1,5	1,7	2,0	3,7

Fuente: FMI (Mayo de 2000). Estudios Económicos y Financieros.

– *Tipos de interés reales.* Es de esperar, en teoría, que cualquier mejora en el grado de competencia de los mercados tienda a abaratar el precio de los productos intercambiados. Cierto, pero, en nuestro caso, no se puede razonar sólo en esos términos; la tendencia a la financiación de las economías, junto al entramado de fuerzas que la impulsan, *conlleva un desplazamiento de una economía de deudores a una de acreedores, y en ésta la rentabilidad real de los capitales financieros se convierte en exigencia de viabilidad*, sin que pueda pensarse que los tipos de interés reales se vean duraderamente sacrificados a exigencias del proceso de acumulación. No se trata de ignorar que hay fuerzas que tienden a abaratirlos, pero tampoco de ocultar la existencia de otras que impulsan su evolución en sentido contrario. Muy probablemente, sólo en modelos teóricos muy estilizados o en contextos empíricos bien delimitados podrá descartarse cuál de los efectos es el dominante<sup>26</sup>. En los últimos cinco años, especialmente en los países desarrollados, ha habido un significativo descenso –la tasa de interés real a largo plazo descendió de un 5,6% para el período 82-89 a un 3,1% durante 90-97<sup>27</sup>;– sin embargo, necesitaríamos de una evolución de los tipos de inte-

rés reales temporal y espacial más amplia, para considerarlo un proceso de hondo calado. A partir de la segunda mitad de los setenta –precisamente en el momento en el que hemos situado el inicio de la fase actual del proceso de globalización– Orr y otros (1995) detectan para diez países de la OCDE (período 1960-94) una importante subida de los tipos de interés a largo plazo, no compensada por el descenso observado en la última parte de los noventa. Por tanto, el efecto automático previsto no se observa si consideramos todo el lapso temporal, no pudiendo considerarse la evolución de los últimos años prueba definitiva de la secuencia sacrilizada: aceleración de la globalización –aumento de la competencia– bajada de los tipos de interés.

– *Inversión.* Si diferenciamos ahorro e inversión, así como IED y flujos puramente financieros, el efecto sobre la inversión pierde todo automatismo y no puede darse por supuesto, aún en el caso de que el ahorro se asigne sin distorsiones y la movilidad de capitales sea alta internacionalmente. Las oportunidades de colocación del excedente son variadas. Productivas unas, improductivas otras. Indudablemente, estas segundas se ven impulsadas por la financiarización, mientras que en las primeras intervienen otros factores; por ejemplo, el aumento en la cantidad y los términos –el precio muy señaladamente– de la

<sup>26</sup> Lo cual no impide que las opiniones acompañen a los estudios empíricos. Por ejemplo, tanto Stulz (2001), como Grahl (2001) consideran existe abaratamiento.

<sup>27</sup> Fuente: FMI (2000). Estudios Económicos y Financieros. Los datos corresponden al promedio ponderado según el PIB de las tasas de activos a

largo plazo para EE.UU, Japón, Alemania, Francia, Italia; Reino Unido y Canadá.

oferta de recursos financieros a largo plazo; también las expectativas de los inversores productivos y entre ellas, con singular rango, el grado de incertidumbre. Si se ensanchan las opciones de colocación improductiva de los recursos, la oferta a largo plazo dista de estar satisfactoriamente resuelta, los precios reales no tienen una tendencia inequívoca y la inherente inestabilidad del mercado financiero internacional permanece sin resolver, no es de extrañar que aumente la incertidumbre que perciben los inversores productivos. El hecho de que las empresas se autofinancien o recurran principalmente a recursos de ámbito interno no es, en cambio, argumento conclusivo que demuestre la escasa importancia relativa de las finanzas internacionales respecto a los procesos de inversión<sup>28</sup>.

– *Competencia.* Una línea argumental postula que el proceso de integración financiera internacional promueve, de manera genérica y con cierto automatismo, el aumento de la competencia, con todo su corolario de efectos beneficiosos. Es el caso si esa integración, que viene de la mano de la extensión del sistema financiero de mercado de tipo anglosajón, tuviera capacidad de crear mercado en el ámbito financiero y de extenderlo, desde él, hacia los mercados de productos y de trabajo, generando una mayor eficiencia en la asignación

resultante de recursos<sup>29</sup>. Sin embargo, si la aplicabilidad de las bondades del mercado al ámbito financiero es cuestionable, por las razones expuestas anteriormente, todo el entramado argumental se derrumba y afloran, por el contrario, consecuencias perturbadoras relacionadas con la imperfección de esos mercados, su inestabilidad y el contagio a que son proclives.

– *Política económica.* Si se parte de que la libertad de movimientos de capital es un dato irreversible, es obvio que se estrecha la elección de prioridades dentro del trilema; los países tendrán que sacrificar la política monetaria autónoma o la de tipo de cambio; cualquiera de ellas es una renuncia de entidad para toda sociedad que aspire a establecer objetivos y estrategias nacionales autónomas; tanto más cuanto mayor sea la debilidad de su economía, porque las implicaciones prácticas dependerán de la posición relativa de los países y de su consistencia interna. No es casual la iniciativa y posición dominante de la política macroeconómica norteamericana en las últimas décadas, ni la tendencia adaptativa de la de los países de la Unión Europea, ni cabe pensar que las economías emergentes o subdesarrolladas pertenecientes a zonas monetarias tengan los mismos márgenes en sus políticas que los países dominantes en ellas.

---

<sup>28</sup> Grahil (2001, p. 26) argumenta en este sentido al razonar sobre el origen de los fondos de las corporaciones en varios países.

<sup>29</sup> Grahil (2001, p. 41) argumenta en esta línea, aunque lo haga desde una perspectiva crítica.

En resumen, la conversión del trilema en dilema estrecha las opciones de política económica y no es ajena al riesgo de inocular elementos depresivos en el comportamiento de las economías contemporáneas<sup>30</sup>. En efecto, el pronóstico teórico de que la utilización de una política de tipo de cambio flexible proporcionaría nueva autonomía a las políticas económicas nacionales se ve rápidamente frustrado porque la amenaza de movimientos de capitales se convierte en condicionante de enorme entidad para éstas, abocándolas a converger en una línea restrictiva y antiinflacionista.

### 3.2. ¿Hacia una nueva economía en los países desarrollados?

Si partimos con Aglietta (1998) de que las finanzas son un mecanismo de mediación crucial en la regulación de la acumulación de capital –con las funciones de producir y hacer circular información, asignar el ahorro y supervisar su uso, llegando a definir la forma en la que se combinan esas funciones el régimen financiero de regulación macroeconómica– cobra pleno sentido la pregunta relativa de hasta qué punto las finanzas cuyos rasgos y efectos estamos caracterizando tienen capacidad para generar una nueva lógica reproductiva, una nueva economía, allí donde más plenamente se asientan: en los países desarrollados.

<sup>30</sup> Abundan sobre este punto Gutiérrez (2000) al caracterizar el sistema post Bretton Woods y Moral Santín (2000) que reivindica la virtualidad de instrumentos indirectos de política monetaria en un contexto globalizado.

Aglietta (1998) subraya que “el nuevo sistema ha cambiado decisivamente las limitaciones de la acumulación de capital (porque) el conjunto de innovaciones microeconómicas inducidas tiene espectaculares efectos macroeconómicos. Se teje una compleja red de interdependencia financiera entre países (arbitraje de tipos de interés... especulación sobre divisas... posiciones deudoras y acreedoras internacionales...) mecanismo de mediación que domina el establecimiento del nuevo régimen de crecimiento”.

¿Es posible que veamos elevarse un nuevo modelo de desarrollo liderado por las finanzas? ¿Cuáles serían los fundamentos de su funcionamiento, cuál su lógica? ¿Puede tal hipótesis de trabajo ser viable? ¿Cuáles serían sus riesgos, cuáles sus implicaciones económicas, sociales y políticas? ¿Está gestándose o puede llegar a hacerlo un nuevo modo de regulación que proporcione la lubricación que se precisa? Nos ayuda a entender su alcance un somero recorrido por las economías domésticas, el capital, las consecuencias estructurales y reguladoras, y los riesgos inducidos.

#### 3.2.1. *Economías domésticas y consumo privado*

A medida que se extiende el sistema de capitalización, los ingresos de la población jubilada pasan a depender de su participación en el excedente y del comportamiento del mercado de valores, en vez de hacerlo directamente del PIB y del poder político de redistribución.

Los ingresos de la población activa que, con vistas a la jubilación, compra títulos bursátiles no sólo dependen de la remuneración del trabajo sino de forma creciente también de la cotización de sus valores.

Las economías domésticas a partir del efecto riqueza (incremento de valor de sus títulos) tienen la opción de renunciar al esfuerzo inmediato de ahorro possibilitando su consumo actual, aumentar su endeudamiento canalizando esos recursos hacia el consumo o hacia la compra de nuevos activos financieros, crear las condiciones (compra de nuevos títulos) que alimenten un consumo futuro de nuevo dependiente de excedente y cotizaciones bursátiles

El ingreso disponible de más amplios sectores de la población depende cada vez más del excedente y del comportamiento del mercado bursátil, con lo que la política monetaria que regula dicho mercado gana centralidad.

### **3.2.2. *El capital, las empresas y la oferta***

En el ámbito del capital asciende la contradicción entre fracciones del capital productivo y financiero. Aglietta (2000) considera que “la creación de valor para el accionista ayuda a legitimar (...) el predominio de la perspectiva de la empresa basada en el mercado de capitales sobre la perspectiva industrial”. Pretender que son lógicas idénticas no tiene sólido fundamento. Difieren.

Como subraya Grahl (2001) la lógica de creación de valor para el accionista “es re-

almente una consecuencia de la globalización financiera (...) un desarrollo estrechamente asociado con el peso creciente de los fondos de inversión colectiva dentro del accionariado”. Estamos ante una nueva norma de funcionamiento de las empresas, altamente exigente en la rentabilidad de los recursos propios, sometida a la continua evaluación de los mercados bursátiles, menos sensible a la estructura financiera de los balances, a la cohesión social del grupo empresarial o a los fundamentos de su viabilidad productiva a largo plazo.

Sin embargo, para que la coherencia interna de esta forma de funcionamiento se mantenga, el comportamiento de la oferta –vía innovación y comportamiento del mercado laboral– tiene que ser capaz de inhibir subidas de precios, que desatarían inflación y deteriorarían la rentabilidad real de la riqueza financiera.

### **3.2.3. *Las consecuencias estructurales***

La mutación en los intereses objetivos de la estructura social es profunda, porque crecen, mucho más allá de su aparente pertenencia de clase, los sectores cuyos intereses se identifican con el excedente y con la lógica de creación de valor para el accionista.

La buena ejecutoria en la esfera financiera pasa a ser esencial para el funcionamiento de la economía real. El ahorro real que toda economía necesita tiene que provenir de alguna parte, interna o externa. En efecto, puede llegar del resto del mundo si las condiciones financieras globales y las específicas del país lo permiten.

Pero el modelo tiene límites objetivos para las economías que no pueden resolver su falta de ahorro interno recurriendo al ahorro mundial.

### 3.2.4. *Los riesgos del modelo y las políticas reguladoras*

Episodios de rigidez de oferta pueden disparar tensiones de precios incompatibles con el mantenimiento de una rentabilidad financiera real positiva.

La insuficiente inversión productiva –como consecuencia de una lógica de creación de valor para los accionistas, elusiva de una estrategia empresarial de largo plazo– puede lastrar el crecimiento futuro.

En el tránsito a otra fase de evolución demográfica puede dominar la venta de activos financieros sobre su compra, dificultando la tendencia a la revalorización bursátil.

En resumen, en el supuesto de que llegue a desarrollarse, estaríamos ante un modelo de profundas implicaciones para la distribución del ingreso y la cohesión social, y con severas exigencias de comportamiento de la oferta, inserción en el proceso de globalización y calidad de la capacidad de regulación pública, sin que por ello desaparezcan los riesgos que le son inherentes. Aglietta (2000) lo caracteriza como un modelo de crecimiento en el que las expectativas sobre el precio de los activos financieros son determinantes y generan la posibilidad de un círculo virtuoso que se retroalimenta a partir de la confianza en su apreciación indefinida, y Boyer (2000) ensaya su modelización

adentrándose en las múltiples implicaciones subyacentes. Podría, así, hablarse de un modelo de desarrollo, “nueva economía”, uno de cuyos componentes sería el actual sistema de innovaciones tecnológicas –nueva economía en sentido restringido que, centrada en la información, suele ocupar el proscenio por su vistosidad y capacidad de penetrar los más variados ámbitos del quehacer social–.

Controlar la inestabilidad financiera exige no solo una buena capacidad reguladora de las autoridades monetarias sino también una buena resolución organizativa e institucional de la misma, circunstancias que no se dan en todas las economías.

### 3.3. **El impacto en los países subdesarrollados: oportunidades, restricciones y riesgos**

Sería poco realista pensar que las caracterizaciones, análisis y políticas sobre el subdesarrollo puedan seguir su curso de espaldas a los cambios que están teniendo lugar en la economía mundial. ¿Van a permanecer los países subdesarrollados impertéritos, como si la aceleración de las transformaciones y la mutación de los entornos no les concernieran? Tal pretensión de excepción carece de fundamento, porque los países subdesarrollados ven, con especial intensidad, trastocadas sus posiciones relativas, modificadas las relaciones que les vinculan al entorno mundial; todas las economías sufren el impacto, aunque lo hagan de manera desigual; no hay caso particular en el que el margen de maniobra no se vea modificado.

La realidad del subdesarrollo es crecientemente heterogénea. Si aceptamos una delimitación laxa y descriptiva, está relativamente claro de qué hablamos cuando nos referimos al mundo subdesarrollado: una combinación de carencias absolutas y relativas que van desde la acumulación de capital, a las instituciones, la cobertura de necesidades, la renta per cápita, la estructura social, la especialización dentro de la división internacional del trabajo, la situación medioambiental, etc. Pero, cuando necesitamos precisar, aparecen situaciones singulares, en las que esas carencias se materializan de forma específica; cada una con su trayectoria histórica, con su interiorización de deformaciones, con su peculiar vinculación a un centro, siempre remoto, siempre presente. Para todos, la globalización conlleva elementos de continuidad y factores de cambio, de forma que, ante el nuevo contexto, en las opciones del subdesarrollo se combinan oportunidades y restricciones. Las políticas económicas se ven afectadas. No es de esperar que la dinámica que espontáneamente induce la globalización resulte beneficiosa para los que se plieguen sumisamente a ella. Pero es de dudoso realismo buscar la confrontación directa. Queda una estrecha senda de “globalismo crítico”, poco propicia para las generalizaciones, para los remedios de virtualidad universal. Trayectorias difíciles de recorrer sin partir de lo concreto, sin objetivos, sin prioridades, sin asumir costes, sin graduar los procesos<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Un tratamiento más amplio de las relaciones entre subdesarrollo y globalización en Martínez González-Tablas (2001).

Y, en el medio, las finanzas, atractivas, inquietantes, amenazadoras. Es necesario diferenciar entre economías emergentes –sensibles, vulnerables, pero potencialmente beneficiarias– y los países subdesarrollados profundos –con alta exposición a las consecuencias que se derivan de la globalización negativa–. Ya hicimos la distinción al caracterizar la situación actual; la relación de los primeros viene marcada por la posibilidad de acceso; la de los segundos por las consecuencias que se derivan de verse condicionados o hasta ignorados, por el penoso camino de la exclusión.

En todo caso, la creciente incorporación de países al juego de los mercados financieros integrados es uno de los rasgos novedosos, que diferencia, además, esta fase de la anterior a la primera guerra mundial. Obstfeld y Taylor (2001) llegan a considerar que *la tendencia hacia la liberalización de la cuenta de capital en el mundo subdesarrollado es probablemente el rasgo más relevante al iniciarse el nuevo Siglo*.

No es un proceso exento de riesgos; los últimos veinte años han sido testigos de crisis financieras sucesivas en la economía mundial; la de la deuda externa en los ochenta tuvo una génesis, las que se encadenaron en la segunda mitad de los noventa –Méjico, Sudeste asiático, Rusia, Brasil– otra, siempre con mutaciones que hacen que los mecanismos de causación y traslado se desplacen, ofrezcan variantes<sup>32</sup>. To-

---

<sup>32</sup> Gutián y Varela (2000) sistematizan las teorías sobre crisis financieras surgidas al hilo de este proceso.

das con los rasgos comunes de comportar enormes costes para las economías afectadas, de suscitar contagios, de poner a prueba la capacidad de resistencia del sistema y de desvelar el sentido y la capacidad de regulación de los organismos económicos internacionales.

El sueño de la posibilidad de acceso a las finanzas internacionales es muy fuerte y las posibilidades de practicar el aislamiento reducidas; se deriva una tendencia generalizada a buscar estrategias de incorporación. Pero no todo se reduce a liberalizar la cuenta de capital y la fijación del tipo de cambio. La experiencia enseña que junto a la componente externa existe otra interna de no menor entidad y la dificultad estriba en saber combinarlas, en acertar con la gradación del proceso, sabedores de que cuando los gobernantes se equivocan, los pueblos lo pagan con “sangre, sudor y lágrimas”.

En el ámbito externo, la liberalización de la cuenta de capital va a permitir a las empresas de los países en desarrollo emitir más deuda internacional que antes, pero es difícil alcanzar conclusiones uniformes porque las experiencias han sido plurales. El Banco Mundial (2000) subraya que “la velocidad y el alcance de la liberalización de la cuenta de capital no han sido idénticos en todos los países”. Por su parte, la flexibilización cambiaria unifica los tipos, con la normalización que comporta para el funcionamiento de los mercados, pero, a la vez, expone a las economías al juego de un mercado de divisas que escapa a su control y agudiza la vulnerabilidad de su moneda; la bú-

queda de protección en el anclaje de monedas fuertes es recurso habitual, se practique con unas u otras técnicas; sin embargo, las crisis de los últimos años se han encargado de demostrar que las soluciones intermedias resisten mal la presión de los mercados, pero las soluciones fuertes es más que posible que la resistan mal las sociedades afectadas –dolarización y similares–. El dilema dista de ser sencillo: ¿qué sacrifican?, ¿Qué obtienen a cambio?, ¿Cuáles son las opciones realmente existentes?

En el ámbito interno, la problemática no sólo concierne a la liberalización de las instituciones financieras, porque existe una cuestión previa o, al menos, similitud: mejorar la robustez y diversificación del sistema bancario, establecer una firme reglamentación de estas instituciones. El tema no es baladí porque “los dos últimos decenios han despejado toda posible duda sobre los fuertes costos de las crisis bancarias mundiales. Entre 1977 y 1995 países han soportado crisis bancarias tan graves que la mayor parte de su capital bancario desapareció”<sup>33</sup>. No es por ello extraño el énfasis que de manera creciente se pone en torno al logro de estos objetivos.

Tampoco se trata simplemente de elegir la fórmula más adecuada y, sin más, aplicarla. El tiempo cuenta y la gradación se considera esencial para el éxito. Edwards (1999) constata que “en el nivel de la política práctica el debate se ha centrado, no tanto en si deberían eliminarse

<sup>33</sup> Banco Mundial (2000, p. 74).

los controles de capital, como en cuando y con qué rapidez debería hacerse” y, partidario de una gradación prudente que conduzca a la libertad de movimientos de capital, hace suya la tesis de que el relajamiento de los controles sobre esos movimientos “debería producirse en la última fase de una reforma orientada al mercado y sólo después de que se haya establecido un sólido sistema de supervisión para el mercado financiero nacional”<sup>34</sup>.

En resumen, los países subdesarrollados muestran una alta sensibilidad ante las finanzas internacionales –entendida como exposición inicial a riesgos provenientes del exterior– y, a pesar de las medidas políticas hasta ahora aplicadas, también una preocupante vulnerabilidad –tomada como capacidad de respuesta ante un determinado grado de sensibilidad– sin que haya elementos fundados para confiar en que las líneas de actuación de los organismos internacionales de viejo cuño –condicionados FMI y Banco Mundial por el debate abierto sobre sus funciones y una ambigua mezcla de teoría, retórica y práctica– o de nuevo –limitado el Banco Internacional de Pagos de Basilea por la menor pertinencia de sus recomendaciones a contextos distintos de los originarios– conlleven soluciones proporcionadas a la gravedad y heterogeneidad de los problemas planteados.

### 3.4. El confuso debate de la regulación

En el debate sobre la regulación se combinan apriorismos ideológicos, inte-

reses y complejidad técnica. Sin que haya fórmula mágica que pueda llegar a una síntesis exenta de conflicto. Nuestro modesto propósito es establecer algunos fundamentos que ayuden a pensar el problema.

Las finanzas se han desplazado al terreno internacional, incluso con intensos componentes mundializantes, mientras los sistemas reguladores han permanecido enraizados en los entornos nacionales. Es un hecho irrefutable, un desfase que comporta indudables riesgos. Los sistemas financieros nacionales tienen una larga trayectoria, fruto de una rica y en ocasiones traumática experiencia de errores y aprendizaje. Sin embargo, su traslado al ámbito internacional es limitado y vacilante, a pesar de que en éste serían aún más necesarios dado que los flujos brutos se aceleran, los problemas de información se agudizan y las externalidades e interacción entre operadores se acrecientan, en un contexto marcado por la relativa debilidad del marco jurídico.

A menudo se contrapone el libre juego del mercado a la regulación, como si se tratara de términos antagónicos, cuando lo que cuenta no es su contraposición, sino la combinatoria y la naturaleza de los componentes que intervienen<sup>35</sup>. Porque lo que solemos denominar mercado encubre situaciones dispares y la gama de regulaciones también puede serlo. De la competencia perfecta al monopolio hay

---

<sup>34</sup> El Banco Mundial (2000, pp. 79-81) postula una secuencia ordenada de la liberalización financiera.

<sup>35</sup> Hay un amplio espectro de reflexión que subraya la dimensión institucional de los procesos económicos, desde la lúcida mirada de Polanyi (1944) al mercado autorregulado, a representantes de la nueva economía institucional, como Williamson (2000).

un escalonamiento de situaciones que, al operar sobre mercancías, suelen denominarse de la misma forma: mercados. Por su lado, la regulación consciente puede ser de diversa condición: pública, privada o paradójicamente ambigua –con forma de una y contenido de otra, como es el caso relativamente frecuente con la proliferación de bancos centrales independientes-. Por tanto, es válido diferenciar entre mercado y regulación pero siempre que no olvidemos que no son términos unívocos y que les subyacen tipologías heterogéneas.

Reclamar el libre juego del mercado financiero sólo alcanza sentido si hay condiciones para que ese mercado, carente del grado de regulación que se niega, reúna las condiciones necesarias para operar eficientemente. Si tal no es el caso –y no lo es– lo que se reclama es un contexto que permita o favorezca el juego de intereses particulares.

La regulación, por su parte, puede estar al servicio de objetivos diversos: crear un sistema económico internacional más justo, canalizar el ahorro hacia las economías subdesarrolladas, o coadyuvar al desarrollo de una “nueva economía” liderada por la financiarización, con amplia gama de objetivos intermedios o particulares. Parece obvio que, ante enunciados tan heterogéneos, no haya posibilidad de entenderse sin prioridades explícitas. Se entendería, así, por qué la más dura derecha norteamericana y los movimientos antiglobalización reclaman la desaparición de los organismos económicos internacionales. Por razones opuestas, como es obvio.

Tal vez una transacción sensata, un punto de encuentro, pudiera ser fijar como objetivo propiciar el funcionamiento de unas finanzas supranacionales que, con estabilidad, sin sesgo nacional, ni innecesaria incertidumbre, canalizan recursos de la manera más eficiente posible a los agentes individuales que tienen oportunidades de inversión productiva en la economía mundial. Esto es, conseguir en el espacio mundial lo que se ha alcanzado en las economías particulares dotadas de buenos sistemas financieros nacionales. La crítica al sistema económico y la formulación de alternativas sistémicas no deben inhibir la crucial reflexión que aquí nos planteamos, aunque sólo se mueva dentro de la irreductible y adaptativa lógica del capitalismo. Es una invitación intelectual, más difícil de llevar a cabo desde lo social y lo político.

En todo caso, sería muy saludable exigir unas exigencias mínimas, sencillas y previas, a la creciente elaboración en torno a la nueva arquitectura financiera internacional. Primero, despojar las argumentaciones de apriorismos ideológicos –atribución automática de las bondades del mercado al libre movimiento de capitales o condena sin paliativos de cualquier variante que tenga conexión con la reproducción de la lógica imperante en la economía realmente existente-. Segundo, aflorar tan explícitamente como sea posible los eventuales intereses subyacentes, sean de país o de grupo. Tercero, definir objetivos y prioridades. Quedaría luego el amplio territorio de las propuestas concretas, de los mecanismos operativos, de

la gradación temporal, de las cláusulas de excepción, pero será más fácil recorrerlo si se han conseguido las clarificaciones sugeridas.

Tomando el objetivo –no por elemental menos ambicioso– de avanzar hacia un sistema financiero internacional que funcione, las líneas de reforma deberían orientarse a:

- a) Atemperar el crecimiento de los flujos brutos.
- b) Establecer unas normas de general cumplimiento que mejoren el rigor y la calidad de información exigida a todos los operadores.
- c) Profundizar en los criterios del Banco Internacional de Pagos para la banca internacional.
- d) Avanzar en la coordinación fiscal.
- e) Construir normas legales de aplicación generalizada.
- f) Explorar mecanismos de aproximación a la función de prestamista de última instancia capaces de orillar los riesgos de azar moral.
- g) Hacer a los capitales financieros más responsables económicamente de las consecuencias que se derivan de sus tomas de posición.
- h) Posibilitar coordinaciones más profundas en áreas monetarias buscando su compatibilidad y articulación con el resto de espacios.
- i) Tomar en cuenta la dificultad objetiva de imponer patrones de compor-

tamiento a economías subdesarrolladas sin condiciones internas para cumplirlas y expuestas a una alta vulnerabilidad...<sup>36</sup>

Hay que aceptar con realismo que son objetivos que ni benefician, ni afectan por igual a los partícipes –sean países, grupos de interés u organismos– por lo que es difícil que progresen en el terreno técnico si no hay voluntad política de hacer camino, venga ésta alentada por la presión social o por los riesgos sistémicos inducidos. La duda está en si se alcanzará acuerdos eficaces, antes de que sea demasiado tarde o de que el coste incurrido sea de excesiva entidad.

#### 4. CONCLUSIONES

Nos guste o no, las finanzas internacionales son un campo plagado de ideología –centrada, en especial, en una apología indiscriminada del mercado, que oculta sus carencias y perturbaciones en espacios específicos– e intereses particulares –potentes grupos y redes con influencia y capacidad de presión–. Es obvio: no nos movemos en una problemática estrictamente técnica.

También debemos evitar considerar homogéneo algo que dista de serlo. Lo hemos puesto de relieve al referirnos al subdesarrollo, pero, además, el grado y las variantes de “financiación” de las distintas sociedades son diferentes; en algunas el predominio de las finanzas dentro

---

<sup>36</sup> Fitzgerald (1999) analiza críticamente las propuestas más conocidas y defiende una basada principalmente en un acuerdo multilateral sobre impuestos y en un nuevo entramado institucional.

de la actividad económica es alto e incluso tiende a aumentar; en otras, la trama reguladora forjada en planos socioeconómicos diversos es fuerte y subordina a la dinámica propia del ámbito financiero o, al menos, interactúa con ella impidiendo su dominio irrestricto; hay, finalmente, sociedades en las que hablar de financiarización sería puro eufemismo. Realidades distintas, de las que pueden extraerse tipologías diferentes de funcionamiento del capitalismo en los inicios del Siglo XXI.

Es aventurado pronosticar un desenlace –al estilo de las formulaciones que consideran superior y asentado el criterio anglosajón de mercado o de los profetas de la inminente crisis sistémica–. Estamos en un proceso de resultado incierto, sólo comprensible dentro de un conjunto más amplio y complejo, el de la globalización, con sus secuelas de determinación, desigualdad, exclusión e insostenibilidad. Segundo, la lógica de funcionamiento y reproducción, las debilidades y fortalezas de los distintos itinerarios no son las mismas; las opciones existen y son relevantes.

El desigual margen de maniobra de las economías particulares depende de su consistencia interna y de los términos de su inserción en la economía mundial. Y, sólo los obtusos pueden creer que son

uniformes, iguales para todos; cada una de estas dos dimensiones está compuesta de planos distintos, que se combinan y articulan hasta alcanzar materializaciones singulares<sup>37</sup>. La posición relativa de las políticas macro y micro también se ve modificada; las primeras se enfrentan a mayores restricciones de origen externo, que hace que algunos consideren que sólo ha lugar a la adaptación pasiva a las imposiciones de los mercados, aunque parece más fértil la hipótesis de que pueden llegar a existir diferentes modos de regulación, incluso en la era de la globalización<sup>38</sup>. Pero hay que subrayar que donde radican las mayores posibilidades es en la combinación de políticas microeconómicas que pueden eludir la vigilancia impositiva de la mundialización y están plenas de oportunidades para quienes sepan verlas y acierten a explotarlas.

En resumen, es esencial pertrecharnos con la mejor caracterización de lo general que podamos alcanzar, para, a partir de ella, estudiar lo específico y establecer sus rasgos. Se necesitan cultivos singulares y unas reglas de juego que los permitan, porque con tratamientos genéricos difícilmente se lograrán terapias eficaces para algunas de las situaciones más acuciantes.

<sup>37</sup> Martínez González-Tablas (2000, capítulo 11) se ocupa de la articulación de los espacios particulares en la economía mundial. El mismo autor profundiza sobre el tema en Estudiar la globalización: una propuesta metodológica (2001, mimeo).

<sup>38</sup> Boyer (2000, p. 134).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (1998): "Capitalism at the turn of the century: Regulation Theory and the challenge of social change, *New Left Review*, nº 232.
- AGLIETTA, M. (1999): "La globalisation financière" en CEPPII, L'économie mondiale 2000, La Decouverte, Paris.
- AGLIETTA, M. (2000): "Shareholder value and corporate governance: some tricky questions". *Economy and Society*, vol. 29, nº 1.
- ARRIGHI, G. (1998): "La globalización, la soberanía estatal y la interminable acumulación de capital". *Iniciativa Socialista*, nº 48.
- BANCO MUNDIAL (2000): *Informe sobre el desarrollo mundial, 1999-2000*. Washington.
- BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2000): *Annual Report*. Basilea.
- BELL, S. (2001): "The role of the state and the hierarchy of money". *Cambridge Journal of Economics*, nº 25.
- BHAGWATI, J. (1998): "The capital myth. The difference between trade in widgets and dollars". *Foreign Affairs*, vol. 7, nº 3.
- BOYER, R. (2000): "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, *Economy and Society*, vol. 29, nº 1.
- DESAI, M. (1981; ed. de 1989): *El monetarismo a prueba*. FCE. México.
- DUMÉNIL, G. Y LÉVY, D. (2000): Capital financiero y neoliberalismo: un análisis de clase, en Guerrero, D.(ed), Macroeconomía y crisis mundial, Ed. Trotta, Madrid.
- EDWARDS, S. (1999): "How effective are capital controls?. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, N 4.
- FISCHER, S. (1999): "On the need for an international lender of last resort". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, N 4.
- FISHER, I. (1911; ed. de 1963): *The purchasing power of money*. Augustus M. Kelley. New York.
- FITZGERALD, V. (1999): La volatilidad del mercado internacional de capitales y el diseño de "una arquitectura financiera global". Mientras Tanto, nº 74, pp. 95-119.
- FRIEDMAN, M. (1969): *The optimal quantity of money and other essays*. Aldine. Chicago.
- GALBRAITH, J.K. (1991): *Breve historia de la euforia financiera*, Ariel, Barcelona.
- GRAHL, J. (2001): "Globalized Finance". *New Left Review*, Nº 8.
- GUITIÁN, M. (2000): Evolución y perspectivas de la liberalización de los movimientos de capital, en Gutián, M. & Varela, F. (eds) (2000).
- GUITIÁN, M. y VARELA, F. (eds) (2000): *Sistemas financieros ante la globalización*, Pirámide, Madrid.
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND (2000): *Estudios Económicos y Financieros*. Washington.
- INTERNATIONAL MONETARY FOUND (2000): *International Capital Markets*. Washington.
- KINDELBERGER, C.P. (1978; ed. de 1991): *Manías, pánicos y cracs. Historia de las crisis financieras*. Ariel. Barcelona.
- LAPAVITSAS, C. (2000): "Money and the analysis of capitalism". *Review of Radical Political Economics*, vol. 32, nº4.
- LAVOIE, M. (1984): "The endogenous flow of credit and the postkeynesian theory of money". *Journal of Economic Issues*, vol. 18, nº 3.
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (2000): *Economía política de la globalización*. Ariel. Barcelona.
- MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (2001): "Reevaluación del subdesarrollo desde la globalización". *Boletín de Estudios Económicos*, vol. LVI, Nº 172.
- MARX, K. (1867; ed. de 1984): *El Capital*. Siglo xxi. Madrid.
- MINSKY, H. (1982): *Can "it" happen again?*. M. E. Shape. U.K.
- MISHKIN, F. S. (1999): "Global financial instability: framework, events, issues". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, nº4.
- MORAL SANTIN, J.A. (2000): Globalización y transformaciones financieras. ¿El fin de las políticas económicas nacionales?. *Zona Abierta*, nº 92/3.

- OBSTFELD, M. y TAYLOR, A. M. (2001): "Globalization and capital markets". Ponencia preparada para la conferencia NBER *Globalization in Historical Perspective*.
- ONTIVEROS, E. (1997): *Sin orden ni concierto*. Escuela de Finanzas Aplicadas. Madrid.
- ORR, A., EDEY, M. y KENNEDY, M. (1995): Taux d'intérêt à long terme: indications fournies par les séries chronologiques groupées. *Revue économique de l'OCDE*, nº 25, París.
- PALAZUELOS, E. (1998): *La globalización financiera*. Síntesis. Madrid.
- POLANYI, K. (1944, ed. de 1992): *La gran transformación. Los orígenes políticos y económicos de nuestro tiempo*. Fondo de Cultura Económica. México.
- ROCHON, L-P. (1999): *Credit, money and production*. Edward Elgar Publishing. U.K.
- ROUSSEAU, P. L. y SYLLA, R. (2001): "Financial systems, economic growth, and globalization". Ponencia preparada para la conferencia NBER *Globalization in Historical Perspective*.
- STULZ, R.M. (2001): "Globalization of equity markets and the cost of capital" Ponencia preparada para la conferencia NBER *Globalization in Historical Perspective*.
- WILLIAMSON, O (2000): "The New Institutional Economics: taking stock, looking ahead", *Journal of Economic Literature*, vol XXXVIII.
- WRAY, L. R. (1990): *Money and credit in capitalist economies*. Edward Elgar Publishing. U.K.