

Reunión de Economía Mundial, León, 25-26 de mayo de 2000

**¿CÓMO AFRONTAR LA GLOBALIZACIÓN FINANCIERA?
REFLEXIONES SOBRE LIBERALIZACIÓN, CONTROLES
DE CAPITAL Y NUEVA ARQUITECTURA INTERNACIONAL**

Pablo Bustelo, Clara García e Iliana Olivie

Departamento de Economía Aplicada 1

Universidad Complutense de Madrid

URL: <http://bustelo.homepage.com/papers.html>

Resumen: El tipo vigente de globalización financiera genera una creciente inestabilidad económica y monetaria a escala internacional, crisis financieras recurrentes y un riesgo cada vez mayor de deflación e incluso recesión en la economía mundial. Este trabajo se divide en dos partes. En primer lugar, se abordan las características de la globalización financiera actual, se valoran sus pros y contras, y se concluye que presenta inconvenientes netos sustanciales. En segundo término, se señalan las medidas que, a juicio de los autores, son necesarias para reducir el impacto de tales desventajas. Además de una liberalización financiera cautelosa y gradual en países que aún no la hayan llevado a cabo, dos parecen ser las medidas principales necesarias para regular o gestionar, de manera más adecuada, la globalización financiera. Por una parte, se examinan los resultados de la implantación de controles de capital tanto a la entrada (Chile en 1991-98) como a la salida (Malasia en 1998-99), para concluir que sus supuestos efectos negativos han sido claramente exagerados por buena parte de los economistas y que los países emergentes deberían utilizarlos para reducir la proporción de flujos a corto plazo en las entradas totales de capital extranjero. Por otra parte, se sugiere que la comunidad internacional debe ser más audaz en la construcción de una nueva arquitectura financiera a escala mundial. Las medidas adoptadas hasta la fecha a este respecto (Foro para la Estabilidad Financiera y Líneas de Crédito Contingente), aunque necesarias y, con algunos matices, positivas, son insuficientes. El texto explora algunas medidas adicionales para avanzar, de manera realista, en la mejora de la arquitectura financiera internacional.

1. Introducción

Este trabajo sugiere que los inconvenientes de la globalización financiera superan a sus ventajas, especialmente en lo que respecta a las economías emergentes. Para reducir, o incluso eliminar, tales desventajas, se proponen tres tipos de medidas: (1) una liberalización financiera muy cautelosa en los países que aún no la hayan llevado a cabo; (2) la implantación de controles de capital (*a la entrada*, con carácter general, y también *a la salida*, en situaciones excepcionales de crisis) en los restantes; y (3) la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional.

El apartado 2 resume las características de la globalización financiera, para concluir que sus inconvenientes superan ampliamente a sus ventajas. El apartado 3 aborda sucesivamente la necesidad de un nuevo enfoque sobre la liberalización financiera en economías emergentes, la conveniencia de recurrir a controles de capital (al estilo de Chile o incluso de Malasia) y la urgencia de dar pasos decisivos hacia una nueva arquitectura financiera internacional. El apartado 4 resume lo anterior y expone las conclusiones.

2. La globalización financiera: rasgos, ventajas e inconvenientes

2.1. Características de la globalización financiera

Una selección de datos resulta muy ilustrativa (véase información adicional en Martínez González-Tablas, 2000, cap. 5 y en Palazuelos, 1998, cap. 3). La inversión directa extranjera (IDE) se incrementó de una media anual de 50.000 millones de dólares en 1980-85 a 318.000 millones en 1995, a 400.000 millones en 1997, a 660.000 millones en 1998 y a 827.000 millones en 1999. Los flujos anuales de IDE pasaron, en proporción de la inversión bruta mundial, del 2% en 1985 al 5% en 1995 y al 7% en 1997. El *stock* de IDE aumentó del 6% del producto bruto mundial en 1985 al 10% en 1995 y al 13% en 1997. Según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), las transacciones transfronterizas de activos financieros (acciones y obligaciones) suponían menos del 10% del PIB de Francia, Alemania, Estados Unidos y Japón en 1980. En 1997, alcanzaron más de 300% del PIB en Francia, más de 250% en Alemania, más de

200% en Estados Unidos y cerca de 100% en Japón. Además, el intercambio diario medio de divisas ha pasado de 15.000 millones de dólares en 1973 a 80.000 millones en 1980, a 500.000 millones en 1990, a 1,3 billones en 1995 y a 2 billones en 1998, lo que supone 100 veces el valor del comercio internacional. Ese intercambio es, por añadidura, principalmente a corto plazo: 82% tiene un vencimiento inferior a siete días y 43% tiene un vencimiento inferior a dos días. El crecimiento del mercado de productos financieros derivados ha sido explosivo. Su valor total (opciones, futuros y productos combinados) ha pasado de 1 billón de dólares en 1986 a 56,5 billones en 1995 (Eatwell, 1996). Los últimos datos disponibles sugieren que podría haber alcanzado unos 360 billones en 1998, esto es, 12 veces el producto bruto mundial (estimado en 30 billones de dólares en ese año).

Tales datos indican, entre otros aspectos, que el alcance de la globalización no es tan importante, aunque se ha acelerado mucho en los últimos años, ni tan novedoso como suele afirmarse. Baste señalar, sobre lo primero, que la gran mayoría (93%) de la inversión mundial todavía se financia con fondos locales. En cuanto a lo segundo, es muy probable que los movimientos de capital y, sobre todo, de trabajo fueran mucho más importantes antes de la Primera Guerra Mundial que en la actualidad. Por ejemplo, según Bairoch y Bozul-Wright (1996), la salida de capital en el Reino Unido en 1914 fue de 9% de su PIB (y de 5% de media en todos los países exportadores de capital), cifra superior al 3% de que se registra actualmente en Japón, Alemania y el Reino Unido y al 2% correspondiente a Estados Unidos.

2.2. Ventajas e inconvenientes de la globalización financiera

La globalización ha hecho posible que los países del Tercer Mundo dispongan de fuentes crecientes de financiación externa privada, lo que hace, de entrada, que presente una ventaja indudable, especialmente en una época en la que asistimos, por desgracia, a una reducción, en términos reales, de la ayuda oficial al desarrollo. Sin embargo, una parte creciente de tal financiación corresponde a flujos a corto plazo, que han demostrado ser volátiles, reversibles y desestabilizadores. Entre 1978-82 y 1990-97, la media anual de los flujos netos de capital extranjero privado hacia países del Tercer Mundo ha pasado ciertamente de 18.200 millones de dólares a 130.400 millones (López-Mejía, 1999). Sin embargo, entre 1984-89 y 1990-96, el peso relativo,

en los flujos totales, de la inversión en cartera ha pasado del 27,5% al 39,4%, en detrimento del de la IDE (68,5% y 44,7%, respectivamente). Además, también ha aumentado la proporción de los créditos bancarios y no bancarios (en buena medida a corto plazo), que aumentó del 4,0% al 15,9% (FMI, 1998, cuadro 2.9).

Con la única excepción de la inversión directa, los flujos de capital hacia países del Tercer Mundo son potencialmente (y también en la práctica) reversibles. Según un estudio del Instituto de Finanzas Internacionales (IIF), los flujos netos de capital privado hacia las *economías emergentes* (29 países, incluyendo 9 de Europa central y oriental) pasaron de 327.900 millones de dólares en 1996 a 147.800 millones en 1998, correspondiendo la mayor parte de la caída a los préstamos bancarios (que pasaron de 116.800 millones a *menos* 49.000 millones) y a la inversión en cartera (que se redujo de 33.700 millones a 13.700 millones). Sólo la inversión directa aumentó de 91.700 millones a 117.900 millones (IIF, 2000). La inversión extranjera en cartera es intrínsecamente inestable (FitzGerald, 1999). En primer lugar, para contener el riesgo individual, los inversores optan por instrumentos que les permitan una elevada liquidez y una salida rápida, de manera que tienden a invertir en acciones bursátiles y a reescalonar las posiciones a corto plazo. En segundo lugar, prefieren diversificar geográficamente su cartera en vez de buscar más información y de obtener más control sobre la inversión en país determinado. En tercer lugar, puesto que la competencia entre los fondos de inversión es intensa, éstos ofrecen a sus clientes colocaciones de alto rendimiento y de elevado riesgo. En cuanto a los préstamos bancarios internacionales, las crisis asiáticas han demostrado que son también volátiles.

La globalización financiera ha hecho aumentar el riesgo y la volatilidad en los mercados financieros internacionales, generando asimismo una tendencia deflacionaria en la economía mundial (Eatwell, 1996). Las razones principales de la creciente volatilidad (y del incremento del riesgo) son una cada vez mayor asimetría de la información, el creciente uso de instrumentos financieros derivados y el alto grado de apalancamiento (deuda/recursos propios) que presentan algunos fondos internacionales de inversión colectiva (Bustelo y Olivié, 1999). La tendencia deflacionaria inducida por la globalización está relacionada con su efecto depresivo sobre el consumo interior de los países ricos (aumento del desempleo en sectores intensivos en mano de obra, presión

a la baja de los salarios, crecimiento de la tasa de ahorro, redistribución regresiva de la renta, etc.) así como con los problemas presupuestarios (aumento de las prestaciones por desempleo, lento crecimiento de los ingresos por impuestos indirectos, creciente opacidad fiscal de las colocaciones financieras, etc.) que hacen más difícil un relanzamiento keynesiano de la economía (Chesnais, 1994). Además, la globalización, como demuestra la experiencia de los años noventa, no sólo tiende a generar inestabilidad financiera y tendencias deflacionarias a escala internacional, sino que también contribuye, en gran medida, a desencadenar crisis cambiarias recurrentes (como las de México en 1994-95, Asia oriental en 1997-99, Brasil y Rusia en 1999 y Ecuador en 2000) en las economías del Tercer Mundo. Las crisis, especialmente en las economías emergentes, han estado estrechamente relacionadas con el tipo vigente de globalización (véase Bustelo, García y Olivé, 1999, parte III). La relación de causalidad entre globalización y crisis se produce por dos vías principales: en primer lugar, a través de la creciente volatilidad financiera (provocada por los factores ya mencionados); y, en segundo lugar, mediante la alteración que propicia en los parámetros fundamentales de las economías nacionales (de resultados de la modificación en la cuantía y estructura de las entradas de capital y de la liberalización financiera acelerada).

3. Medidas para afrontar la globalización financiera

3.1. Un nuevo enfoque sobre la liberalización financiera

La liberalización financiera consiste, como es bien conocido, en la desregulación de los tipos de interés, la supresión de los controles sobre el crédito, la eliminación de las barreras a la entrada en el sector, el otorgamiento de una mayor autonomía a las instituciones financieras, la privatización de los bancos públicos y la apertura a los flujos de capital extranjero (Williamson y Mahar, 1999). El interés, en teoría, de la liberalización financiera es que permite mejorar tanto la eficiencia en la asignación de los recursos como la disponibilidad de ahorro. La eliminación de los controles gubernamentales sobre la asignación del crédito puede hacer que las instituciones privadas abandonen la financiación de actividades seleccionadas por el Estado, algo que es positivo si éstas presentan una baja rentabilidad y un dudoso interés económico. No obstante, la experiencia de Japón, Corea del Sur y Taiwán desde los

años sesenta parece indicar que los créditos dirigidos pueden incluso acelerar tanto el crecimiento económico como el cambio estructural. Además, si los bancos pueden aumentar los tipos de interés que ofrecen a sus depositantes, el efecto será el de aumentar la oferta de ahorro privado para las instituciones financieras, incrementar la oferta de préstamos de éstas al sector empresarial y mantener constante el tipo de interés de los préstamos (ya que los bancos podrán disminuir sus coeficientes de reserva en vez de aumentar los tipos del pasivo). No obstante, la liberalización financiera, como han señalado algunos autores post-keynesianos, puede afectar negativamente a la demanda agregada. Según Dutt (1991), esta última puede verse reducida si el aumento de los tipos de interés sobre los depósitos hace crecer más la propensión marginal al ahorro que la oferta de préstamos bancarios, si los crecientes costes financieros de las empresas hacen aumentar sus precios y bajar los salarios reales, si la consiguiente apreciación de la moneda deteriora la balanza comercial, si se producen pérdidas en el sector bancario cuando éste toma prestado a corto plazo a tipos variables y extiende créditos a largo plazo a tipos fijos y si el aumento de la deuda gubernamental conlleva una reducción del gasto público. Además, la liberalización financiera también ha recibido críticas de la corriente neo-estructuralista (Buffie, 1984), en el sentido de que la oferta de préstamos del sector bancario podría no aumentar si los fondos adicionales que atrae ese sector (de resultados de los mayores tipos sobre depósitos) proceden en mayor medida del mercado paralelo (*curb market*) que de la puesta en circulación de activos improductivos (oro, joyas, etc.). La razón es que el sector bancario está sujeto a coeficientes de reserva, cosa que no ocurre en el mercado paralelo. Por añadidura, la liberalización financiera puede aumentar la fragilidad del sector bancario, dadas las imperfecciones de los mercados financieros debidas a la asimetría en la información. Si, de resultados de la liberalización, aumenta el racionamiento del crédito, puede deteriorarse la calidad de las carteras de préstamos y aumentar la incidencia de la selección adversa (Stiglitz, 1989).

La información empírica sobre la experiencia de los países del Tercer Mundo que han llevado a cabo una liberalización financiera parece conducir a las siguientes conclusiones: (1) no hay *necesariamente* un aumento de las tasas de inversión; (2) suele producirse un incremento, en muchas ocasiones excesivo, de los créditos bancarios suministrados al sector privado; y (3) se registra un aumento de la fragilidad

y de la vulnerabilidad del sector bancario, si bien tales inconvenientes podrían haberse contrarrestado con unas adecuadas regulación financiera y supervisión bancaria.

La experiencia de los últimos veinte años parece sugerir que la liberalización financiera aumenta siempre la vulnerabilidad a las crisis financieras o, cuanto menos, la fragilidad financiera (Fischer y Chénard, 1997; Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1999). En 1985 Carlos Díaz-Alejandro ya alertaba, sobre la base de la experiencia del Cono Sur de América Latina a principios de los años ochenta, sobre la posibilidad cierta de que la liberalización pudiese acabar en *crash* financiero (Díaz-Alejandro, 1985).

En términos generales, la liberalización financiera incrementa la cuantía y la proporción de los créditos e inversiones de actividades de alto riesgo, como consecuencia del alza de los tipos de interés de los créditos (siempre, claro está, que esos tipos se hayan liberalizado), de la reducción de los controles cuantitativos y cualitativos sobre los créditos, de la entrada de operadores nuevos (y sin experiencia) en el sector y de la menor supervisión y regulación (salvo que la vigilancia aumente de manera paralela a la liberalización). Otros factores del aumento del riesgo son la ausencia de personal cualificado en las instituciones financieras para valorarlo adecuadamente (y la dificultad para contratar a esos especialistas), el carácter limitado de la responsabilidad de los gerentes de los bancos en caso de insolvencia, la existencia de garantías gubernamentales implícitas o explícitas y la reducción, al pasar de un sector restringido a otro con más instituciones, de los beneficios de monopolio o de oligopolio, esto es, del coste relativo de la quiebra. Más en general, la eliminación de los controles gubernamentales sobre los tipos de interés (de depósitos y/o de préstamos) y sobre la asignación del crédito conlleva un aumento rápido de los créditos bancarios, un crecimiento importante de los tipos de interés, un deterioro en la calidad de las carteras de préstamos, una menor capitalización de los bancos y, en ocasiones, un exceso de préstamos a empresas vinculadas a la institución financiera. Así, "el riesgo de insolvencias bancarias y, más en general, de crisis bancarias sistémicas puede ser mayor en sistemas financieros liberalizados" (Demirgüç-Kunt y Detragiache, 1999, p. 307).

La experiencia de Asia oriental en los años noventa parece sugerir que la liberalización financiera en economías emergentes debería emprenderse de manera aún más

cautelosa de lo que se pensaba antes de las crisis. Existe un consenso creciente en que: (1) debería seguirse un orden y un ritmo determinado en la liberalización y (2) un sector financiero liberalizado no sólo debería ser transparente sino también estar sujeto a una adecuada regulación estatal y supervisión bancaria (incluyendo límites cuantitativos y cualitativos a los créditos bancarios).

En lo que atañe al *orden*, los especialistas lleva años señalando que la liberalización financiera debería ser el último paso tras la estabilización macroeconómica y la apertura comercial. Adoptar esas tres medidas simultáneamente (en una estrategia de *big bang*) es, sin lugar a dudas, una receta para el fracaso, como demostraron los países del Cono Sur de América Latina en 1978-82 y los países de Europa central y oriental y de la antigua URSS a principios de los años noventa (McKinnon, 1993). Proceder a la liberalización financiera en un contexto de importantes desequilibrios presupuestarios y de fuerte inestabilidad de precios genera innumerables problemas, como sugiere la experiencia de Chile en 1978-82 o de Rusia en los años noventa. Empezar la liberalización financiera antes de la comercial hace que los créditos bancarios tiendan a dirigirse a sectores protegidos y, en general, ineficientes. Además, la desregulación interna del sistema financiero debería producirse antes de su apertura a los mercados internacionales (esto es, que la liberalización de la cuenta de capital): en efecto, si se abre la cuenta de capital antes de liberalizar los tipos de interés, los efectos principales serán la fuga de capitales y la incapacidad de las instituciones financieras locales para competir con las extranjeras (Gibson y Tsakalotos, 1994, p. 592). Por añadidura, la apertura financiera debería producirse primero en lo que atañe a los flujos de capital a largo plazo (como la inversión directa) y después en los relativos a los flujos a corto plazo (como las inversiones en cartera o los préstamos bancarios de vencimiento inferior a un año), si bien distinguir entre unos y otros es cada vez más difícil, de resultas de la creciente complejidad de los mercados internacionales de capital. Ésas son enseñanzas claras de las crisis mexicana de 1994-95 y de las crisis asiáticas de 1997-99. Además, el aumento de los tipos de interés (por la desregulación financiera y/o la esterilización de las entradas de capital), aunada a la apertura por cuenta de capital, tiende a provocar una fuerte irrupción de capital extranjero, generalmente a corto plazo, lo que no sólo genera tensiones excesivas en el tipo de cambio sino que aumenta la vulnerabilidad a eventuales problemas de solvencia internacional.

En lo que se refiere al *ritmo*, hay muchos argumentos para defender que todas esas medidas se pongan en marcha de manera gradual, para permitir que haya posibilidad de volver atrás si se cometen errores o si no se obtienen los resultados esperados. Es obvio que la estabilización macroeconómica no debe ser tan estricta como para provocar una recesión duradera y que la liberalización comercial debe acometerse de manera gradual, para evitar un impacto repentino de las importaciones y dar oportunidad a las empresas locales para que se acomoden a una situación de economía abierta. Pero tal gradualismo es aconsejable también en lo que atañe a la liberalización financiera, ya que tanto la desregulación interna como la apertura a los mercados internacionales de capital conllevan riesgos claros: por citar sólo uno, la fuerte entrada de capital extranjero suele generar una apreciación excesiva de la moneda y, por tanto, acarrear consecuencias negativas para el sector exportador y la balanza comercial.

Sobre la *transparencia*, las crisis asiáticas han demostrado que es necesario que las autoridades nacionales y los agentes locales y extranjeros conozcan, con precisión, los datos principales sobre la salud del sistema financiero. Es imprescindible mejorar la información sobre al menos dos aspectos: el grado de endeudamiento externo de los bancos y la calidad de su cartera de préstamos.

En cuanto a la *regulación* y a la *supervisión*, las autoridades de las economías emergentes deben arbitrar mecanismos para que sus sistemas financieros estén vigilados como lo están los de los países desarrollados (cumplimiento de los coeficientes de reserva, normas de capitalización, etc.). Sin embargo, una de las enseñanzas de las crisis asiáticas es que tales mecanismos deberían ser incluso más estrictos en economías potencialmente vulnerables. En palabras de Stiglitz, “hay argumentos para defender una amplia variedad de restricciones a los préstamos – no sólo límites sectoriales, sino también límites a su crecimiento así como sobre la estructura de deuda de las empresas a las que prestan los bancos” (Stiglitz, 1998, p. 11). Algunas de las medidas propuestas por Stiglitz (1998 y 1999) son las siguientes: límites al grado de exposición a las deudas en moneda extranjera (especialmente a corto plazo); valoración de ese grado de exposición en las empresas a las que prestan los bancos (e imposición de un mayor tipo de interés a las empresas con altas deudas

externas no cubiertas y con elevados cocientes deuda/activos); restricciones a los créditos para financiar actividades inmobiliarias y otras formas de préstamos arriesgados (o más en general a los préstamos en moneda nacional, a largo plazo y en activos no comercializables); límites al ritmo de crecimiento del crédito bancario; requisitos de capitalización ajustados al riesgo, etc..

3.2. Los controles de capital

Las experiencias de Chile (controles de capital *a la entrada* en 1991-98) y de Malasia (controles de capital *a la salida* en 1998-1999) sugieren claramente que los efectos positivos de tales controles han sido infravalorados, cuando no desdeñados, por buena parte de la literatura económica.

Los controles de capital en Chile (1991-98), especialmente bajo la forma del *encaje* (un depósito, no remunerado, en el banco central de una proporción de los fondos de capital extranjero durante un plazo de un año), han servido para (1) aumentar la proporción de flujos a corto plazo en el total de entradas de capital, así como para controlar el crecimiento de éstas; (2) disminuir o retrasar la apreciación de la moneda debida a las entradas de capital, que hubiese sido muy perjudicial para el sector exportador; (3) independizar la política monetaria respecto de la evolución de los equilibrios externos, con objeto de hacer posible el mantenimiento de altos tipos de interés para combatir la inflación; y (4) reducir la vulnerabilidad del país a la inestabilidad financiera internacional, especialmente a raíz del *efecto tequila* y de las crisis asiáticas.

En particular, según datos de Edwards (1999b), entre 1988-91 y 1992-97 la proporción de flujos a corto plazo en el total de entradas de capital extranjero privado pasó de 90,3% a 9,0%, mientras que la media anual de estas últimas aumentó de 1.256,6 millones de dólares en el primer periodo a 1.425 millones en el segundo. Las entradas de capital, con arreglo a Agosín y Ffrench-Davis (1998) y a Ariyoshi *et al.* (2000), en proporción del PIB, pasaron de 5,3% en 1982-89 a 7,3% en 1990-95 y a 11,7% en 1996-97. En suma, los controles de capital en Chile consiguieron aumentar la proporción de los flujos a largo plazo en las entradas totales de capital sin reducir estas últimas.

Durante los años noventa, los controles de capital a la entrada han sido usados por diferentes países de América Latina y Asia (Brasil en 1993-97, Chile en 1991-98, Colombia en 1993-98, Malasia en 1994 y Tailandia en 1995-97). Han sido útiles para preservar la autonomía de la política monetaria, reducir las presiones sobre el tipo de cambio, proteger la estabilidad macroeconómica y financiera en un contexto de fuertes entradas de capital y suministrar fondos a bajo coste para el presupuesto gubernamental (Ariyoshi *et al.*, 2000). De manera más general, la utilidad de los controles de capital permite resolver el problema de la *trinidad imposible* (tipo de cambio estable, apertura a los mercados internacionales de capital y autonomía de la política monetaria). Las alternativas a los controles de capital son aceptar una extrema volatilidad cambiaria o bien renunciar sencillamente a llevar a cabo una política monetaria autónoma.

Un estudio empírico ha concluido que “los controles de capital parecen no haber tenido un efecto estadísticamente significativo de reducción de volumen total de flujos. El volumen de flujos a corto plazo y en cartera no parece haber sido sistemáticamente reducido por tales medidas. Sin embargo, los controles de capital parecen haber alterado la composición de los flujos de capital en la dirección comúnmente buscada por esas medidas, reduciendo la proporción de flujos a corto plazo y en cartera y aumentando la de inversión directa extranjera” (Montiel y Reinhart, 1999, p. 633).

En lo que atañe a los controles de capital *a la salida*, conviene hacer una breve referencia a la experiencia de Malasia a raíz de las crisis asiáticas. Frente a las políticas de austeridad y de apertura promovidas por el FMI en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, otro país de la zona, Malasia, adoptó desde julio de 1998 una pauta distinta, basada, primero, en la expansión fiscal y monetaria y, luego (a partir de septiembre), en la puesta en marcha de unos controvertidos controles de capital. Con una perspectiva más amplia, la respuesta de Malasia a la crisis puede dividirse en cuatro fases.

Durante la primera, entre octubre de 1997 y junio de 1998, el gobierno adoptó unas políticas “virtuales” de tipo FMI. Instauró un programa de austeridad fiscal, llevó a cabo una política monetaria restrictiva e hizo más rigurosas las normas de supervisión

bancaria. El PIB cayó, en tasas anualizadas, un 1,8% en el primer trimestre de 1998 y un 6,8% en el segundo, para un descenso acumulado de 4,2% en el primer semestre.

En la segunda fase, entre julio y agosto de 1998, el gobierno cambió por completo de estrategia. Argumentando que el país tenía simultáneamente una baja deuda pública, un cociente razonable entre deuda externa a corto plazo y reservas en divisas y una elevada tasa de ahorro, relajó ampliamente las políticas fiscal y monetaria, mediante un importante aumento del gasto público y un descenso pronunciado de los tipos de interés. Además, estableció varios organismos para reestructurar el sistema financiero, adquiriendo los préstamos de dudoso cobro, inyectando fondos para recapitalizar los bancos y afrontar la deuda del sector empresarial privado. Sin embargo, pese a la relajación de las políticas de demanda y a la inyección de fondos públicos en el sector financiero y empresarial privado, el PIB siguió cayendo, a una tasa anualizada de 8,6% en el tercer trimestre del año.

En la tercera etapa, a principios de septiembre de 1998, el gobierno, desafiando claramente la ortodoxia, tomó tres medidas de gran alcance: controles selectivos de capital para evitar tanto la huida de capitales (dado el diferencial de tipos de interés respecto de los países del entorno) como la reducción de las reservas en divisas; establecimiento de un tipo de cambio fijo del ringgit con el dólar, para evitar las fluctuaciones de la moneda; y suspensión de las normas de regulación bancaria con objeto de reducir los efectos de la compresión del crédito (*credit crunch*). Los controles de capital consistieron en: (1) no reconocer (o no aceptar) los depósitos en ringgit situados en el extranjero transcurrido un mes desde el 1 de septiembre; (2) prohibir, durante un año, la salida de capitales vinculados a las inversiones en cartera (repatriación de los beneficios y del principal); (3) restringir la importación y exportación de ringgit por los turistas extranjeros y locales; (4) obligar a los compradores extranjeros a que efectuasen sus pagos, en concepto de importación de bienes, sólo en divisas; y (5) limitar las inversiones de empresas locales en el extranjero. Los objetivos de esos controles eran, en términos oficiales, “frenar la internacionalización del ringgit”, impidiendo el acceso de los especuladores internacionales a la moneda y estabilizando las entradas de capital a corto plazo. En cuanto al tipo de cambio, se estableció una paridad fija con el dólar de 3,8 ringgit a

partir del 2 de septiembre. Finalmente, las exigencias de requisitos bancarios de reserva se hicieron menos estrictas, con objeto de fomentar la actividad de préstamo.

Los controles de capital fueron muy controvertidos. Los adversarios de tal medida señalaron enseguida que provocarían, además de una huida de capitales y de una mucho menor entrada de capital extranjero, una asignación deficiente de los recursos, la aparición de un mercado negro y una fuerte corrupción. Por añadidura, criticaron el carácter escasamente respetuoso de los mecanismos del mercado que comportaba tal decisión, comparando los controles de Malasia con los establecidos con Chile desde 1991: se trataba, en efecto, de una restricción o cuantitativa al libre movimiento de capitales y no, como en Chile, de un impuesto. Por el contrario, los partidarios señalaron que una implantación selectiva y temporal de controles permitiría mantener un tipo de cambio estable y una política monetaria autónoma, lo que hubiese sido imposible con una apertura total de la cuenta de capital (la famosa "trinidad imposible" de la teoría de la balanza de pagos).

La controversia sobre los controles de capital en Malasia está pues planteada en los siguientes términos. Quienes se opusieron a los controles argumentan que fueron contraproducentes, al retrasar la recuperación, o, en el mejor de los casos, innecesarios, habida cuenta que el cambio de tendencia ya se estaba produciendo. Lo cierto, sin embargo, es que la caída del PIB fue de 8,6% en el tercer trimestre de 1998 y superó los 10 puntos en el cuarto trimestre. El gobierno de Malasia considera que los controles de capital ayudaron a bajar los tipos de interés (de 11,7% en agosto de 1998 a 7% en marzo de 1999) y a aumentar las reservas en divisas (que pasaron de 20.000 millones de dólares, equivalentes a cuatro meses de importaciones, en agosto de 1998, a 32.000 millones, o siete meses de importaciones, en julio de 1999). Además, los datos parecen indicar que, cuanto menos, los controles no fueron perjudiciales: el PIB cayó sólo un 1,4% en el primer trimestre de 1999 y su tasa fue positiva (creció un 4,1%) en el segundo trimestre del año y también en el tercero (8,1%); el índice de la bolsa de valores de Kuala Lumpur aumentó un 75% entre septiembre y marzo; su capitalización se duplicó con creces en ese periodo; la inflación bajó de 5,6% a 2,1%; las exportaciones se recuperaron; el cociente de adecuación de capital de los bancos aumentó de 8,2% a 12,7%, mientras que el porcentaje de préstamos de dudoso cobro se mantuvo por debajo del 13%, una cifra muy inferior al de otros países de la región.

Además, los controles a la inversión en cartera no afectaron a la inversión directa (que sólo se redujo ligeramente, según los datos oficiales, bien es cierto que en moneda nacional, entre 1997 y 1998) y permitieron cambiar de signo a las entradas netas de colocaciones en cartera (-1.899 millones de ringgit en septiembre de 1998; -366 millones en octubre; - 398 millones en noviembre y +43 millones en diciembre).

Finalmente, la cuarta fase se inició en febrero de 1999, cuando las restricciones cuantitativas a la repatriación de los beneficios y del capital de las inversiones en cartera fueron sustituidas por un impuesto (*a la salida*), mientras que las nuevas entradas de tales inversiones se sometieron a un tasa (*a la entrada*) decreciente según su periodo de estancia en el país.

En suma, todo parece indicar que las medidas expansivas de demanda y los controles de capital no fueron un error. Sobre las primeras, cabe señalar que Malasia tenía ciertamente algunas ventajas respecto de sus vecinos, como una baja deuda externa y una alta tasa de ahorro, que le otorgaban un margen mayor para que el gobierno se endeudase tanto externa como internamente. En cuanto a los controles de capital, quizá pueda discutirse el tipo de medida (restricción cuantitativa en vez de impuestos; tasas "a la salida" en vez de "a la entrada") pero no parece que se haya producido en absoluto el fracaso anunciado en septiembre de 1998 por sus detractores. El PIB de Malasia, después de caer un 6,7% en 1998, aumentó un 4,9% en 1999 (bastante más que el de los otros países de Asia-5, excepto Corea del Sur). La previsión para el año 2000, según el *Poll of Forecasters* de *The Economist* (21 de enero de 2000), es de 5,2%, frente a 5,0% en Tailandia y a 3,8% en Indonesia.

3.3. La nueva arquitectura financiera internacional

Es necesario además diseñar una nueva arquitectura financiera internacional (NAFI). Las crisis asiáticas aceleraron tanto la discusión como las medidas sobre la NAFI, que ya había sido tímidamente abordada, tras la crisis mexicana, en la cumbre de Halifax del G7 en 1995. Por ejemplo, la reunión de Ministros de Economía y de Gobernadores de bancos centrales de los países del G22 en Washington (abril de 1998) dio lugar a la creación de tres grupos de trabajo sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional.

El primer objetivo de la NAFI es el de regular, tanto a escala internacional como en los países de origen de los flujos de capital, los mercados financieros internacionales. Para tal fin, es necesario, sobre todo, desincentivar los flujos a corto plazo (Griffith-Jones, 1998). El segundo objetivo de la NAFI debe ser predecir (si resultara posible), prevenir y, en su caso, gestionar mejor las crisis financieras en las economías emergentes, tanto para evitar sus graves consecuencias internas como para contener sus serias repercusiones internacionales. Por ejemplo, se ha estimado que los 116 episodios de crisis cambiarias detectados en las economías emergentes entre 1975 y 1997 han supuesto una pérdida acumulada media de producto (respecto de la tendencia) de 7% del PIB y que los 42 episodios de crisis bancarias que a menudo las acompañan han tenido un coste de 14% del PIB (FMI, 1998, p. 89). Además, el menor crecimiento del producto bruto mundial en 1998 y 1999 respecto de años anteriores puede achacarse en buena medida a los efectos de las crisis asiáticas y latinoamericanas.

En 1998, cuando las crisis asiáticas estaban en su apogeo, parecía existir consenso internacional y decisión política sobre un amplio desarrollo de la NAFI. Sin embargo, los acontecimientos posteriores (la sorprendente recuperación de las economías asiáticas, el control de las crisis en América Latina y la mayor estabilidad mundial) han hecho desaparecer esa sensación de urgencia. En la práctica, pues, los avances en la NAFI han sido mucho menores de lo esperado (véase Bustelo, 2000).

En cuanto a la regulación internacional, se han dado pasos importantes (aunque claramente insuficientes) en tres campos: transparencia e información, vigilancia y modificaciones en las normas de actuación.

Una de las causas de las últimas crisis ha sido la falta de transparencia y de información adecuada sobre los sistemas financieros nacionales. Tal inconveniente se ha intentado paliar recientemente en diversos organismos internacionales. En el Fondo Monetario Internacional (FMI), se ha establecido la necesidad de dar a conocer notas públicas de información (*Public Information Notices*, PIN) sobre la situación de los países sujetos a examen por el Fondo y se ha recomendado la publicación voluntaria de los *staff reports* que se redactan tras las consultas con arreglo al artículo IV. En el caso de países con programas de reforma y ajuste, se han publicado las declaraciones

de intenciones (*Letters of Intent*, LOI) y se ha fomentado la publicación de las deliberaciones del Fondo sobre el uso de sus recursos (*Use of Fund Resources*, UFR). Además, el FMI ha empezado a promover la diseminación pública de datos – especialmente sobre reservas en divisas - de las economías que pueden acceder a los mercados internacionales de capitales (*Special Data Dissemination Standards*, SDDS, normas creadas en 1996 y reformadas en marzo de 1999) o sobre las que aún no pueden hacerlo (*General Data Dissemination Standards*, GDDS). Por su parte, en el Foro para la Estabilidad Financiera (FEF, véase más adelante), con ayuda del Banco de Pagos Internacionales (BPI), de la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) y de la IAIS (*Internacional Association of Insurance Supervisors*), se han creado grupos de trabajo sobre los centros financieros *offshore*, los flujos internacionales de capital a corto plazo y las instituciones no bancarias con un alto grado de apalancamiento (*Highly Leveraged Institutions*, HLI).

En lo que atañe a la vigilancia de los mercados financieros internacionales y nacionales y de la evolución macroeconómica de los países, destacan, en particular, la creación, por el G7, del Foro para la Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*, FSF) y la elaboración de nuevos instrumentos de seguimiento en el FMI. El Foro para la Estabilidad Financiera vio la luz en la cumbre de Ministros de Economía y de Gobernadores de bancos centrales de los países del G7 que se celebró en Bonn en febrero de 1999. Cuenta en la actualidad con 40 miembros (su Presidente, tres representantes por cada país del G7, un representante de Hong Kong, Singapur, Países Bajos y Australia, dos representantes del FMI y del Banco Mundial, uno del BPI y de la OCDE, dos representantes del Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria, dos de la IOSCO, dos de la IAIS, y uno de los dos comités de expertos de los bancos centrales). Sus objetivos son valorar las vulnerabilidades del sistema financiero internacional, identificar y supervisar las medidas necesarias para remediarlas y mejorar la coordinación y el intercambio de información entre las distintas autoridades encargadas de la estabilidad financiera. Además de reunirse dos veces al año, el FEF ha creado, como ya se mencionó, tres grupos de trabajo: sobre las instituciones con un alto grado de apalancamiento; sobre la volatilidad de los flujos de capital y la deuda externa a corto plazo; y sobre los centros financieros *offshore*. Aunque la creación de ese Foro es un importante progreso, Griffith-Jones (1999) ha destacado dos de sus inconvenientes: la ausencia de representación oficial de países del Tercer Mundo

(especialmente de economías emergentes, aunque está prevista la participación de Chile y de Malasia en el grupo de trabajo sobre flujos de capital, habida cuenta de su experiencia con los controles); y su escasa y a todas luces insuficiente capacidad institucional, por lo menos hasta la fecha. En cuanto a la vigilancia del FMI, en septiembre de 1999 se decidió en ese organismo crear un conjunto de indicadores macroeconómicos de previsión (*Prudential Macroeconomic Indicators*, PMI), con objeto de identificar con antelación suficiente las vulnerabilidades principales de las distintas economías. Esta última tarea se antoja difícil, a la vista de la muy distinta naturaleza de las sucesivas crisis (Bustelo, 1999), que incluso los más sofisticados estudios sobre indicadores han sido totalmente incapaces de predecir.

Finalmente, el estudio del cambio en las normas de comportamiento de las instituciones financieras privadas ha sido encomendado al BPI. En junio de 1999, el Comité de Basilea para la Supervisión Bancaria (*Basel Committee on Banking Supervision*) propuso un nuevo marco sobre la adecuación de capital (*New Framework on Capital Adequacy*), para sustituir al vigente desde 1988. El objetivo principal es modificar los requisitos de capital de los préstamos interbancarios internacionales, que hasta entonces variaban entre 8% y 20% (el llamado *ratio Cooke*), y que, con el nuevo marco, podrían alcanzar hasta el 40%, en el caso de los préstamos de alto riesgo. Además, el Comité de Basilea está trabajando igualmente en la mejora de la regulación financiera y de la supervisión bancaria nacionales, con arreglo a los *Core Principles on Banking Supervision* de 1997, especialmente en lo que respecta a las relaciones entre los bancos comerciales y las instituciones financieras no bancarias con alto grado de apalancamiento.

Junto con las mejoras de regulación, el otro campo principal de los esfuerzos para crear una NAFI es el de la prevención y gestión de las crisis financieras. El FMI ha conseguido una mayor financiación para sus operaciones de préstamo, mediante el aumento de cuotas, la emisión de derechos especiales de giro y los nuevos acuerdos de préstamo (*New Arrangements to Borrow*, NAB), así como a través de la creación de una ventana de endeudamiento extraordinaria. En cuanto a las cantidades suministradas por el FMI, en 1997 se creó la *Supplementary Reserve Facility* (SRF) y, sobre todo, en abril de 1998, se implantaron las líneas de crédito contingente (*Contingent Credit Lines*, CCL). Las CCL suponen dos novedades respecto de los

programas de rescate tradicionales del FMI. Por una parte, son fondos que se suministran *antes* del estallido de una crisis financiera. Por otro lado, están pensados para países que, aún teniendo unos parámetros fundamentales sólidos, son susceptibles de ser víctima del contagio. Griffith-Jones (1999) ha mostrado reservas sobre la utilidad de las CCL: cuantía limitada en la práctica; requisitos excesivos para poder optar a esos fondos; dudas sobre si resulta conveniente o no su confidencialidad; crédito no disponible para países que tengan ya financiación regular del FMI; y posibles efectos nocivos en los países receptores (caída del PIB y aumento de la entrada de capitales extranjeros).

En suma, los principales progresos hasta la fecha han sido sólo dos: el Foro para la Estabilidad Financiera y las CCL. Ambas iniciativas tienen, por lo demás, algunos inconvenientes.

Muchos especialistas (y algunos gobiernos) han pedido, por tanto, mayor audacia en la creación de una NAFI, por entender que las medidas adoptadas hasta ahora son insuficientes y discutibles. Por ejemplo, se reclama una regulación estricta de las inversiones en cartera y del uso de productos financieros derivados (Griffith-Jones, 1999). También se ha sugerido una reforma radical del FMI (Blecker, 1999). Muchos autores han destacado la necesidad de implicar al sector privado en la prevención y gestión de las crisis financieras. La UNCTAD (1998) ha defendido la necesidad de permitir suspensiones temporales de pagos a los países en dificultades. Se ha insistido igualmente en la necesaria estabilización y coordinación de los tipos de cambio de las monedas principales. Se ha reavivado la propuesta de crear un impuesto sobre las transacciones en divisas o impuesto Tobin, que algunos organismos, como el PNUD, vienen reclamando desde hace tiempo (Ul Haq, Kaul y Grundberg, comps., 1996; Felix, 1996). También se ha sugerido que cualquier medida sería incompleta de no mediar una coordinación de las políticas macroeconómicas a escala internacional. Finalmente, algunos autores han propuesto incluso crear nuevas instituciones internacionales. Veamos esas propuestas una por una.

1. *Inversiones en cartera y productos derivados.* Griffith-Jones (1999) ha señalado que es preciso regular los flujos de inversión en cartera y el uso de productos derivados (opciones, futuros y *swaps*). Una posibilidad en tal sentido podría ser establecer

requisitos de reserva en metálico, depositados en cuentas remuneradas de bancos comerciales y ponderados en función del riesgo macroeconómico del país de destino, especialmente para las inversiones en cartera de las mutualidades y de otros fondos internacionales de inversión colectiva. En cuanto a los productos derivados, se ha sugerido que los bancos que emiten esos productos estén sujetos a coeficientes de reserva específicos.

2. *Reforma del FMI.* Blecker (1999) y, en menor medida, Eichengreen (1999) han propuesto una reforma ambiciosa del FMI. Para Blecker (1999), el FMI sería más eficaz si se regionalizase: por ejemplo, la propuesta japonesa, hecha ya en 1997, de crear un Fondo Monetario Asiático (FMA) no carece de sentido, pese a haber sido desechada sin contemplaciones por Washington. Además, son imprescindibles cambios en la gestión y en las políticas del FMI. Su equipo dirigente debería ser remozado, tras los errores cometidos en Asia o Rusia. Debería aumentar el control de las actividades del Fondo por los gobiernos, a los que el organismo debería rendir más cuentas. En cuanto a las políticas, el FMI debería hacer que sus programas de ajuste y de rescate se correspondiesen más con las necesidades particulares de cada país, hacer recaer los costes del ajuste también en los acreedores y, más en general, tender a promover la prosperidad y la equidad, en lugar de sólo la estricta estabilidad macroeconómica. En cuanto a los fondos disponibles para el FMI, podrían aumentar si éste pudiese recurrir a los mercados privados de capital, a sus reservas en oro, a la emisión temporal de más derechos especiales de giro y a acuerdos de *swap* con los bancos centrales. La financiación total disponible para los países en dificultades debería provenir no sólo del FMI sino también de créditos concertados entre el Fondo y los bancos privados. Además, como han señalado las Naciones Unidas (ECESA, 1999), el FMI debería abstenerse, en las contrapartidas que exige a cambio de sus programas de rescate, de intentar modificar aspectos relacionados con las estrategias e instituciones económicas y sociales de un país; de abarcar áreas que incumben a otros organismos internacionales, como por ejemplo las comerciales; de exigir la convertibilidad de la cuenta de capital; o de imponer un determinado régimen de tipo de cambio. Además, especialmente a la luz de lo acontecido durante las crisis asiáticas, el FMI debería incluir en tales programas cláusulas de reducción automática del carácter restrictivo de la política macroeconómica si la contracción del PIB fuera mayor de la prevista.

3. *El sector privado y las crisis financieras.* Para implicar al sector privado en la prevención y la gestión de las crisis financieras, se han sugerido diversas medidas: obligar a los bancos comerciales a establecer líneas contingentes de crédito privado; restringir el uso de productos derivados en los contratos de deuda (especialmente de las llamadas *put options*); y cambiar las cláusulas en las emisiones internacionales de bonos.

4. *Suspensión de pagos en las economías en crisis.* La suspensión temporal de pagos por los países en crisis ha sido cada vez más aceptada. Por ejemplo, en el informe del grupo de trabajo del G22 sobre las crisis financieras internacionales (octubre de 1998), se señala que el FMI debería suministrar créditos de emergencia a un país que haya declarado una suspensión de pagos, siempre que ésta sea la única salida posible, que su gobierno se comprometa a llevar a cabo reformas de alcance y que se desplieguen todos los esfuerzos posibles para llegar a acuerdos con los acreedores.. Para la UNCTAD (1998), la suspensión de pagos debe ser contemplada como una posibilidad legal (*standstill provisions*), a la que los países en crisis puedan recurrir de manera unilateral, elevando tal decisión a una comisión internacional independiente, cuya aprobación daría legitimidad a la medida.

5. *Coordinación de los tipos de cambio.* En cuanto a la coordinación de los tipos de cambio de las monedas principales (dólar, yen y euro), se trataría, según Felix (1999), de restablecer un sistema similar (aunque suavizado) del existente durante el periodo de vigencia del régimen de Bretton Woods. Los bancos centrales de EEUU, Japón y la UE se comprometerían a intervenir en los mercados de divisas para mantener las fluctuaciones de las monedas en una banda determinada. Además, se crearían "zonas objetivo" (*target zones*) con las que las monedas de los países del Tercer Mundo podrían converger.

6. *"Tobin tax".* También se ha revitalizado la propuesta de crear un impuesto global uniforme para las transacciones internacionales de divisas (impuesto Tobin o *Tobin tax*). Para Felix (1999), ese impuesto serviría para contener la especulación (habida cuenta que el 80% de los dos billones de dólares diarios que se mueven en ese mercado tiene un plazo inferior a una semana), no afectaría a las transacciones por motivos comerciales o de inversión directa (que se verían beneficiadas por la reducción

del riesgo cambiario y del coste de cobertura, en un contexto de mayor estabilidad de los tipos de cambio) y permitiría a los gobiernos obtener más ingresos para intervenir en los mercados de divisas y para llevar a cabo políticas de pleno empleo y de bienestar social. Sin embargo, Eichengreen (1999) considera que existen varios problemas de tipo técnico en el impuesto Tobin. En primer lugar, puede resultar insuficiente (si se establece con un tipo modesto) para alterar de manera significativa el comportamiento de los especuladores en momentos de crisis. En segundo término, podría ser evadido consignando las transacciones en paraísos fiscales, cuya regulación es, por definición, problemática. En tercer lugar, puede dar lugar a una sustitución de activos, ya que las transacciones de divisas podrían hacerse por conducto de compraventas de muy diversos activos alternativos denominados en divisas.

7. *Coordinación macroeconómica global.* Las políticas económicas, especialmente en los países desarrollados, deberían evitar orientaciones muy distintas entre sí, ya que tal divergencia provoca altos diferenciales de tipos de interés, fuertes movimientos de capital y alteraciones bruscas en los tipos de cambio de las monedas. Además, en momentos de crisis en las economías emergentes, sería necesario mantener y coordinar políticas expansivas en los países desarrollados, para evitar aún mayores salidas de capital desde las primeras y para garantizarles mercados de exportación con los que obtener divisas.

8. *Nuevos organismos internacionales.* Algunos autores han hecho propuestas aún más ambiciosas, como la creación de nuevos organismos internacionales: una corporación internacional de garantía de depósitos (Soros), un tribunal internacional de quiebras (Sachs); una instancia reguladora internacional de mercados e instituciones financieras (Kaufman) o, en palabras de John Eatwell, una *World Financial Authority* (WFA), creada sobre la base del BPI; un banco central mundial (Garten), etc.. Todas esas propuestas han sido analizadas con detalle por Rogoff (1999), que las considera poco realistas, al menos por el momento.

En suma, los progresos hasta la fecha han sido muy modestos. La creación del Foro para la Estabilidad Financiera por el G7 y el establecimiento de las líneas de crédito contingente (CCL) en el FMI son, a todas luces, pasos necesarios pero incompletos, especialmente porque tienen algunas limitaciones importantes. En cuanto a las

propuestas adicionales, Eichengreen (1999) se muestra, en general, muy escéptico sobre su viabilidad, por carecer de realismo político, por ser técnicamente impracticables o por su inutilidad. En aras de la prevención de las crisis, propone tres líneas de defensa: (1) establecimiento de normas financieras internacionales, a través de la condicionalidad del FMI; (2) mejor gestión bancaria de los riesgos de crédito y de tipo de cambio, junto con una más activa supervisión y regulación; y (3) impuestos o límites a las entradas de capital a corto plazo, especialmente a los préstamos bancarios, al estilo de los controles que Chile estableció entre 1991 y 1998 (véase también Edwards, 1999a). En cuanto a la predicción de las crisis, el autor se muestra pesimista: llega incluso a comparar los estudios sobre "predictores" de crisis con los modelos de los geólogos para predecir terremotos. Un ejemplo de la fragilidad de tales estudios es el reciente trabajo de Kaminsky (1999), que contiene dos afirmaciones muy controvertidas: que las crisis asiáticas eran predecibles y que no fueron sustancialmente distintas de crisis anteriores. Finalmente, sobre la gestión de las crisis, Eichengreen (1999) propone una más eficaz reestructuración internacional de la deuda y un papel más activo y rápido del FMI. Con todo, es muy posible que existan medidas realistas, adicionales a las aceptadas por Eichengreen, que no conviene descartar de entrada. La regulación de las inversiones en cartera, la restricción en el uso de productos derivados, las modificaciones en los contratos de bonos, la implicación del sector privado con líneas contingentes de crédito, la reforma radical del FMI, las cláusulas de suspensión temporal de pagos y la coordinación de tipos de cambio y de políticas macroeconómicas, son medidas, todas ellas, que presentan ciertamente importantes obstáculos políticos y técnicos, aunque seguramente éstos no sean insuperables.

4. Conclusiones

Resulta evidente, a la vista de la evolución de la economía mundial en los años noventa, que la situación alcanzada por las finanzas internacionales debe ser motivo de preocupación, sin que quepa esperar que el mercado vaya sorteando, de manera espontánea, riesgos cada vez más serios. La globalización financiera no puede, sin embargo, ser criticada (o incluso rechazada y en ocasiones hasta ignorada) sin argumentos sólidos y sin alternativas creíbles.

La globalización financiera, en su configuración actual, conlleva, entre otras cosas, inestabilidad económica y monetaria a escala mundial, tendencias deflacionarias e incluso recesivas a nivel internacional y crisis cambiarias recurrentes en las economías emergentes. Para paliar tales inconvenientes, es preciso adoptar medidas decididas. Este trabajo ha pretendido llamar la atención de los economistas sobre la necesidad de un nuevo enfoque sobre la liberalización financiera en países del Tercer Mundo, sobre la conveniencia de recurrir a los controles de capital y sobre la urgencia de construir una nueva arquitectura financiera internacional.

Referencias

AGOSÍN, M. y R. FFRENCH-DAVIS (1998), "Managing Capital Inflows in Chile", United Nations Department of Economic and Social Affairs, Julio.

ARIYOSHI, A. *et al.* (2000), *Country Experiences with the Use and Liberalization of Capital Controls*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.

BAIROCH, P. y R. KOZUL-WRIGHT (1996), "Globalization Myths: Some Historical Reflections on Integration, Industrialization and Growth in the World Economy", *UNCTAD Discussion Papers*, n° 113, Marzo.

BLECKER, R. (1999), *Taming Global Finance*, Economic Policy Institute, Washington DC.

BUFFIE, E. F. (1984), "Financial Repression, the New Structuralists, and Stabilisation Policy in Semi-Industrialised Economies", *Journal of Development Economics*, vol. 25, abril.

BUSTELO, P. (1999), "Las crisis financieras asiáticas (1997-1999): nuevos indicadores y escasos precedentes", *Boletín Económico de ICE*, n° 2626, 6-12 de septiembre, pp. 21-25.

BUSTELO, P. (2000), "La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional: progresos y propuestas", *Boletín Económico de ICE*, n° 2642, 31 de enero-12 de febrero, pp. 25-33.

BUSTELO, P. e I. OLIVIÉ (1999), "Economic Globalisation and Financial Crises: Some Lessons from East Asia", de próxima publicación en *The Indian Journal of Quantitative Economics* (Punjab School of Economics, Amritsar).

BUSTELO, P., C. GARCÍA e I. OLIVIÉ (1999), "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", *ICEI Working Papers*, n° 16, ICEI-UCM.

BUSTELO, P., C. GARCÍA e I. OLIVIÉ (de próx. publ.), *Crisis financieras en mercados emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, libro de próxima publicación en el año 2000.

CHESNAIS, F. (1994), *La mondialisation du capital*, Syros, París.

DEMIRGUÇ-KUNT, A. y E. DETRAGIACHE (1999), "Financial Liberalization and Financial Fragility", en B. Pleskovic y J. E. Stiglitz (comps.), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, Banco Mundial, Washington DC, pp. 303-31.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985), "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash", *Journal of Development Economics*, vol. 19, septiembre-octubre, pp. 401-19.

DUTT, A. K. (1991), "Interest Rate Policy in LDCs: A Post Keynesian View", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13, n° 2, pp. 210-32.

EATWELL, J. (1996), "International Capital Liberalisation: The Impact on World Development", *CEPA Working Papers*, Serie 1, n° 1, New School for Social Research, Octubre.

ECESA (1999), "Towards a New International Financial Architecture", Executive Committee on Economic and Social Affairs, Naciones Unidas, Nueva York, 21 de enero.

EDWARDS, S. (1999a), "On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia", *NBER Working Papers*, n° 7233, Julio.

EDWARDS, S. (1999b), "How Effective Are Capital Controls?", *NBER Working Papers*, n° 7413, Noviembre.

EICHENGREEN, B. (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington DC.

FELIX, D. (1996), "Financial Globalization vs. Free Trade: The Case for the Tobin Tax", *UNCTAD Review*, pp. 63-103.

FELIX, D. (1999), "Repairing the Global Financial Architecture: Painting Over Cracks vs. Strengthening the Foundations", *Foreign Policy in Focus*, Special Report, Septiembre.

FISCHER, K. P. y M. CHÉNARD (1997), "Financial Liberalization Causes Banking System Fragility", *CREFA Working Papers*, n° 97-17, Universidad Laval, Canadá.

FITZGERALD, E. V. K., (1999), "The Security of International Finance", *QEH Working Papers*, n° 23, Queen Elizabeth House, Oxford.

FMI (1998), *Perspectivas de la economía mundial. Mayo de 1998*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC.

GIBSON, H. D. y E. TSAKALOTOS (1994), "The Scope and Limits of Financial Liberalisation in Developing Countries: A Critical Survey", *The Journal of Development Studies*, vol. 30, n°3, abril, pp. 578-628.

GRIFFITH-JONES, S. (1998), *Global Capital Flows: Should They Be Regulated?*, MacMillan, Londres.

GRIFFITH-JONES, S. (1999), "Towards a Better Financial Architecture", FONDAD, Budapest, junio.

IIF (2000), "Capital Flows to Emerging Market Economies", Institute of International Finance, Washington DC, 24 de enero.

LÓPEZ-MEJÍA, A. (1999), "Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences and Policy Responses", *IMF Working Papers*, nº 99/17, Febrero.

MARTÍNEZ GONZÁLEZ-TABLAS, A. (2000), *Economía política de la globalización*, Ariel, Barcelona.

McKINNON, R. I. (1993), *The Order of Financial Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, 2ª edición, The Johns Hopkins University Press, Baltimore, MD.

MONTIEL, P. y C. M REINHART (1999), "Do Capital Controls and Macroeconomic Policies Influence the Volume and Composition of Capital Flows? Evidence from the 1990s", *Journal of International Money and Finance*, vol. 18, pp. 619-635.

PALAZUELOS, E. (1998), *La globalización financiera*, Síntesis, Madrid.

ROGOFF, K. (1999), "International Institutions for Reducing Global Financial Instability", *Journal of Economic Perspectives*, vol. 13, nº 4, otoño, pp. 21-42.

STIGLITZ, J. E. (1989), "Financial Market and Development", *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 5, nº 4, invierno.

STIGLITZ, J. E. (1998), "Must Financial Crises Be This Frequent and Painful?", Pittsburgh, 23 de septiembre.

STIGLITZ, J. E. (1999), "Back to Basics: Policies and Strategies for Enhanced Growth and Equity in Post-Crisis Asia", Bangkok, 29 de julio.

UL HAQ, M., I. KAUL e I. GRUNDBERG (comps.) (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Nueva York.

UNCTAD (1998), "The Management and Prevention of Financial Crises", cap. IV de UNCTAD, *Trade and Development Report 1998*, Conferencia de las Naciones Unidas para el Comercio y el Desarrollo, Ginebra.

WILLIAMSON, J. y M. MAHAN (1999), "A Survey of Financial Liberalization", *Princeton Essays in International Finance*, nº 211.
