

# Finanzas mundiales: Pasado y presente

**A**PESAR de cierta decepción y desconfianza ocasionales, la globalización de la economía se da actualmente por descontada y en las últimas décadas ha afectado especialmente a los mercados financieros mundiales. Los flujos de capital aumentaron en ambos mundos, desarrollado y en desarrollo, creando nuevas oportunidades de beneficios económicos y planteando complejos desafíos a quienes formulan las políticas económicas. La tormenta no ha amainado.

Quizá sorprenda saber que ello no solamente describe lo sucedido en 2004 sino también en 1904, durante el período de globalización que abarcó desde 1870 hasta 1914, en un paralelismo sorprendente y muy estudiado que plantea varias interrogantes sobre la evolución de la economía mundial en el siglo XIX, su colapso en 1914 y el renacimiento de la globalización a fines del siglo XX.

Con Maurice Obstfeld (Universidad de California, Berkeley) hemos estudiado estos sucesos en forma sistemática, formulando una nueva historia económica de los mercados mundiales de capital y sus problemas de economía política. La formulación de políticas económicas se ha caracterizado siempre por un trilema macroeconómico fundamental que enfrentan todos los gobiernos: no se puede simultáneamente tener una paridad cambiaria fija, mantener un mercado de capitales abierto y gozar de autonomía monetaria. Este artículo resume la influencia del trilema y extrae algunas conclusiones para las autoridades de hoy.

## Apogeo y caída de la globalización

A comienzos del siglo XIX, las finanzas internacionales eran en muchos sentidos descendientes directas del siglo XVII y estaban aún bajo el dominio de Londres y Amsterdam. En lo institucional, la actitud de relativo *laissez-faire* predominante

desde 1688 permitió que estos mercados maduraran, pero el capital continuaba siendo escaso —mayormente confinado al continente europeo— y el progreso tecnológico era lento, todo lo cual cambiaría en pocas décadas con el desarrollo de un mercado financiero mundial, facilitado por el telégrafo y otros avances en el campo del transporte y las comunicaciones, el mayor crecimiento de la población europea y el advenimiento, por imposición o imitación, de la “modernización” institucional. El patrón oro clásico, como sistema monetario internacional, tuvo particular importancia en este proceso. En 1913, la economía mundial era muy diferente de la de comienzos del siglo XIX, pero sufrió una implosión bajo la presión de las dos grandes guerras, la Gran Depresión y las tensiones de economía política asociadas a esa época de agitación sin precedentes. Para mediados de los años treinta, la libre circulación de bienes, personas y capital estaba casi paralizada. La mayor parte del siglo XX —por lo menos a partir de 1929,

y quizá desde 1913— es una historia de experimentos radicales de economía política y política monetaria que, según sus antagonistas, liderados por el historiador económico Karl Polanyi, condenarían la integración económica al fracaso definitivo, lo que pareció ser cierto durante varias décadas.

Surgieron entonces John Maynard Keynes y Harry Dexter White, artífices del orden económico de posguerra conocido como el sistema de Bretton Woods, uno de cuyos cimientos era el FMI, encarnación del nuevo paradigma macroeconómico cuyas piedras angulares eran las paridades cambiarias y los controles de capital, estos últimos resultantes de la desconfianza generada por los efectos de la libre circulación en las crisis de los años treinta. Los tipos de cambio flotantes se asociaban a la especulación y la inestabilidad, y consecuentemente a la perturbación del comercio, temores que

**En las dos eras de globalización, las autoridades se enfrentaron al mismo “trilema” espinoso.**

Alan M. Taylor



motivaron la elección de paridades fijas (aunque “ajustables”). Este esquema explica la demora en la recuperación de los mercados mundiales de capitales, incluso después de 1945.

A fines de los años sesenta y principios de los setenta, el sistema de Bretton Woods colapsó bajo la presión de las balanzas de pagos y tomó forma un nuevo orden, aunque no sin tropiezos. El colapso comenzó cuando resultó evidente que un volumen de comercio que produjera beneficios económicos significativos exigía cuantiosas transacciones de pagos. Al mismo tiempo, se estaba ajustando con cierta regularidad la paridad cambiaria en respuesta a tensiones de economía política. Esto resultaría una fórmula para una crisis a corto plazo y crearía en su momento dudas sobre todo el diseño de la arquitectura financiera mundial. Los beneficios potenciales de la apertura financiera se tornaban evidentes observando a los países en desarrollo: en su mayoría cerrados a los flujos provenientes de las economías desarrolladas, operaban trabajosamente con déficit de financiamiento. La visión de Keynes y White de un mundo seguro para el comercio basado en la restricción de las finanzas privadas resultó ser una ilusión.

Sin embargo, los escépticos advertían que la transición hacia los tipos de cambio flotantes que flexibilizarían el control de las finanzas tendría un precio: la desorganización del comercio e incluso de los propios flujos financieros. El comercio y las finanzas han florecido desde entonces (véase el gráfico 1), registrando un volumen que, según algunos criterios, supera el pico alcanzado en 1913.

### Decisiones difíciles

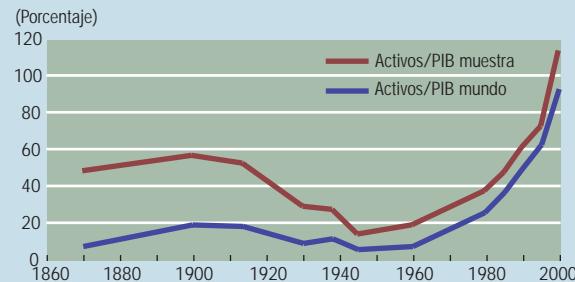
¿Qué influencia han tenido las decisiones de política económica de los gobiernos sobre el flujo y reflujo del capital? El trilema sirve para organizar el análisis de la historia monetaria de los mercados mundiales de capitales y describir cómo los gobiernos eligen entre tres objetivos: paridad

cambiaría, mercado de capitales abierto o política monetaria activista. El trilema existe porque un gobierno solamente puede lograr dos de estos objetivos a la vez: estabilidad cambiaria y mercado de capitales abierto mediante un tipo de cambio permanentemente fijo, pero renunciando a su independencia monetaria, o independencia monetaria y mercado de capitales abierto mediante la flotación del tipo de cambio aunque sin lograr estabilidad cambiaria, o estabilidad cambiaria e independencia monetaria, pero abandonando la meta de integrar un mercado de capitales.

El trilema tiene consecuencias significativas en materia de política monetaria, pero ¿tiene importancia empírica? Para los economistas ha resultado difícil responder a esta pregunta. Con Jay C. Shambaugh (Universidad de Dartmouth) y

**Gráfico 1  
Flujos de capital desbordantes**

El crecimiento del mercado mundial de capitales en ambas eras de integración del mercado financiero fue extraordinario.



Fuente: Obstfeld y Taylor, 2004.

Nota: El gráfico muestra la relación entre los saldos de inversiones internacionales (medidas como activos brutos) y el producto interno bruto. La muestra abarca a los principales exportadores de capital y a otros países que ingresaron ocasionalmente en la muestra. Las variaciones de la muestra aparecen detalladas en Obstfeld y Taylor, 2004.

Obstfeld intentamos aplicar un nuevo enfoque: estudiar el comovimiento de las tasas de interés internas y externas, clasificando sus niveles en un período de 130 años de acuerdo con el régimen cambiario vigente (fijo o flotante) y la presencia o ausencia de controles de capital. Un mayor nivel de comovimiento implica que un cambio en las tasas de interés externas se traduce rápidamente en un cambio similar en las tasas internas, reflejando la falta de autonomía monetaria de las autoridades nacionales. Con tipos de cambio fijos y cuentas de capital abiertas (patrón oro) esa autonomía era limitada, pero se impuso cuando las cuentas de capital estuvieron relativamente cerradas, incluso con tipos de cambio fijos (sistema de Bretton Woods).

El período del patrón oro (aproximadamente 1870–1913) es aún el parámetro de referencia de un régimen cambiario rígido y un buen punto de partida para este análisis. Pero incluso el patrón oro dejaba un pequeño margen de maniobra debido a la existencia de puntos oro, o sea pequeñas bandas cambiarias que reflejan los costos de transacción. En ese contexto, que Paul Krugman (Universidad de Princeton) denominó “zona meta”, Lars Svensson (también de Princeton) definió formalmente la estructura de los plazos de las tasas de interés, demostrando que en las de corto plazo pueden surgir grandes diferenciales. Por ende, quizás las tasas de interés internas y externas no se muevan al unísono y, en este mundo modelo, el traslado imperfecto de las tasas externas a las internas no pueda interpretarse como una indicación de políticas económicas autónomas, sino quizás de una autonomía limitada, restringida por la zona meta, cuyo grado de rigidez es lo que debe determinarse en el mundo real.

No sorprende que la paridad teórica de intereses resultante del traslado total de las tasas de interés externas a las internas (coeficiente de uno) no se mantenga bajo el patrón oro, aun con las estrechas bandas impuestas como aproximación de los puntos oro. Las simulaciones en un modelo de zona meta determinan un coeficiente de 0,6 —estadísticamente diferente de cero y de uno— para una banda cambiaria de aproximadamente 1% (entre puntos oro) con una movilidad de capital básicamente perfecta.

Por el contrario, con tipos de cambio flotantes este coeficiente se acerca más a cero, lo que teóricamente implica la recuperación de un considerable margen de maniobra al abandonar la paridad. Durante los episodios de flotación (no poco frecuentes) registrados entre 1870 y 1913, los países operaron con considerable autonomía en cuanto a la política monetaria y el coeficiente de traslado estuvo próximo a cero, como lo prevería una simulación para ese período.

El mismo análisis, pero aplicado a la paridad de Bretton Woods, no detectó traslados de las tasas de interés externas a las internas, permitiendo deducir que los artífices del sistema cumplieron muy bien el propósito de limitar la movilidad de capitales para liberar la política monetaria interna, aunque modelos dinámicos más depurados demuestran que más adelante, dentro del período de Bretton Woods, algunos países desarrollados pasaron a ser excepciones a la regla, si bien el resultado general se mantuvo.

Luego del colapso del sistema de Bretton Woods, el mundo ha comenzado a retomar una forma parecida al patrón oro clásico. En términos generales, la paridad puede ser menos frecuente que hace cien años, pero cuando los países deciden adoptarla en el contexto de una mayor movilidad de capitales, el trilema obstaculiza la política monetaria como

siempre. El coeficiente de traslado ronda 0,5, o sea estadísticamente indiferenciado del 0,6 registrado bajo el patrón oro, mientras que las flotaciones contemporáneas previsiblemente muestran un coeficiente mucho menor, que no se acerca tanto a cero como a fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX, indicando cierta convergencia de otras anclas nominales (por ejemplo, metas inflacionarias) que podrían imponer metas monetarias comunes incluso a las autoridades potencialmente autónomas de distintos países. Los coeficientes modernos de flotación y paridad aún son muy distintos, por lo cual la disyuntiva básica del trilema continúa siendo válida.

En más de 100 años de historia, las flotaciones han permitido una mayor independencia de las tasas de interés que las paridades, excepto cuando éstas se combinaron con controles de capital generalizados, como en el sistema de Bretton Woods. Nuestra actual investigación sobre el tumultuoso intervalo entre las guerras, con una clasificación de sistemas más difícil y problemas de datos más complejos, no hace más que reforzar esta conclusión y demuestra de manera bastante contundente que el trilema ha continuado limitando significativamente las posibilidades de las autoridades económicas.

### Conclusiones para las autoridades

Naturalmente, obedecer los dictados del trilema puede tener un alto costo político. La política ha prevalecido con demasiada frecuencia sobre la economía y la experiencia demuestra los peligros que ello implica. La pesadilla constante de las economías emergentes, cuyas crisis son generalmente mucho más dolorosas y prolongadas que las de los países desarrollados, es que la formulación de políticas pierda coherencia, que los mercados descarten las intenciones de los países, y que estalle una crisis. A menudo el sistema financiero sufre serios



**El colapso de Argentina en 2001 es un ejemplo clásico de mayor autonomía monetaria... que en una situación de mercados de capital abiertos socavó la paridad fija.**

daños colaterales y se agravan las ramificaciones de economía política, como la inestabilidad y la pérdida de reputación de los gobiernos. Mientras que los países desarrollados parecen haber superado sus problemas históricos de gestión del capital mundial que constituyeron un serio desafío en los años veinte y treinta, los países en desarrollo aún luchan por lograrlo. El colapso de Argentina en 2001 es un ejemplo clásico de aumento de la autonomía monetaria (especialmente sobre las reservas mínimas del sistema bancario y la emisión de instrumentos cuasimonetarios garantizados por el gobierno federal y las provincias) que en una situación de mercados de capital abiertos socavó la paridad fija. La flotación del tipo de cambio se disparó y solamente pudo restaurarse una aparente estabilidad cambiaria cuando se impusieron controles de capitales. Las autoridades deben recordar las limitaciones del trilema, pues ignorarlas puede conllevar, como ha sucedido en crisis recientes, costos muy elevados.

Entonces, ¿el mercado mundial de capitales solamente podría beneficiar a las economías desarrolladas? Eso plantea el tema de la gran diferencia en la función del mercado según un país sea rico o pobre. Hace 100 años, los flujos financieros provenían mayormente de los países ricos (especialmente Gran Bretaña) y se destinaba a las regiones subdesarrolladas, tanto dentro como fuera del Imperio, e incluía financiamiento para el desarrollo y el crecimiento a largo plazo de las regiones con escaso capital. Actualmente, el flujo de capital hacia las regiones pobres es muy escaso ya que los flujos mundiales consisten mayormente en fondos de diversificación que prácticamente compensan los flujos brutos de un país rico a otro para reducir el riesgo mediante un ajuste de sus carteras.

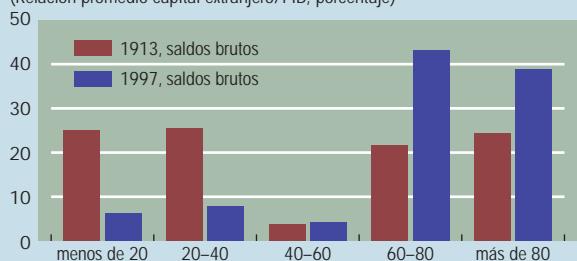
El mercado mundial de capitales no aporta hoy lo suficiente para contribuir al desarrollo a largo plazo de los países más necesitados (véase el gráfico 2). ¿Es una falla de los mercados o de los gobiernos? Según estudios recientes, muchos países pobres no están muy alejados de un “estado estable” o equilibrio a largo plazo en el que las tasas de crecimiento del capital y del producto por trabajador se nivelan de acuerdo con las preferencias nacionales por el ahorro y la tecnología

Gráfico 2

### ¿Quién se beneficia?

El capital extranjero solía desplazarse hacia los países pobres, pero ahora el destino principal son los países ricos.

(Relación promedio capital extranjero/PIB, porcentaje)



Banda de ingreso per cápita de los países receptores (Estados Unidos = 100)

Fuente: Obstfeld y Taylor, 2004.

productiva. En la mayoría de los modelos, el destino a largo plazo de un país está determinado por la productividad y la paciencia, no por la relativa disponibilidad de capital local, más que extranjero. Para los deterministas tecnológicos, los países pobres que alcanzan un estado estable no son dignos de elogio por su capacidad de ahorro interno sino de comentarios devastadores sobre los obstáculos sociales, políticos, institucionales, educativos, tecnológicos y ecológicos que imponen al desarrollo de la productividad.

En ese caso, ¿tiene sentido seguir hablando de los beneficios de la integración financiera mundial? Supongamos que los expertos en productividad se ponen a trabajar en los países en desarrollo y que éstos comienzan a despegar. ¿Habrá entonces un estado estable? Para nada. De poco sirve la integración de los mercados de capital a quienes tienen la desventura de vivir en un sistema disfuncional y, por extensión, en una economía desesperadamente pobre. No se debe vender la integración como la panacea que no es, pero para aquellos países que pueden incorporarse a la corriente del crecimiento económico moderno, el margen de financiación externa es mucho más importante porque cuentan con algo que vale la pena financiar. Nuestras simulaciones teóricas perfilan esta intuición y nuestro trabajo empírico la confirma, demostrando que los países institucionalmente débiles obtienen escasas ventajas de la apertura financiera, mientras que los que emprenden reformas serias pueden cosechar importantes beneficios.

### Ecos del pasado

En muchos sentidos, el siglo XIX fue un contexto relativamente simple para la creación de una arquitectura financiera internacional en la primera era de globalización. Las políticas democráticas estaban aún lejanas y el predominio de la ortodoxia financiera combinado con sistemas de gobierno elitistas aceleró la creación de un mercado mundial de capitales en un proceso que se hizo aún más fluido gracias al patrón oro y la extensión del Imperio.

Si bien los mercados mundiales de capitales casi desaparecieron desde el intervalo entre las guerras hasta hace unas pocas décadas, han demostrado ser más resistentes de lo que muchos observadores preveían. No obstante, el renacimiento de la globalización no debería hacernos pensar que la tormenta se ha calmado, pues aún reverberan los ecos de crisis pasadas y políticas fracasadas, y todos los países deberían prestar atención a los errores ya cometidos en lugar de repetirlos. En la medida en que los gobiernos comprendan los límites de la autonomía —en todo sentido— y los beneficios de la integración, el mundo entero podrá beneficiarse. ■

*Alan M. Taylor es profesor de Economía y miembro del rectorado de la Universidad de California, Davis, e investigador del National Bureau of Economic Research y del Centre for Economic Policy Research.*

*El presente artículo se basa en Alan M. Taylor y Maurice Obstfeld, Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth (Cambridge: Cambridge University Press, 2004).*