



Casa abierta al tiempo

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA
UNIDAD IZTAPALAPA**

DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES

POSGRADO EN ESTUDIOS SOCIALES

MAESTRÍA EN ECONOMÍA SOCIAL

**APROXIMACIÓN A LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN
UNA ECONOMÍA EN DESARROLLO Y CON LIBRE MOVILIDAD DE
CAPITALES: MÉXICO, 1989 - 2003.**

ANTONIO MENDOZA HERNÁNDEZ

IDÓNEA COMUNICACIÓN DE RESULTADOS

ASESOR: DR. GREGORIO VIDAL BONIFAZ



JULIO, 2005



Casa abierta al tiempo

**UNIVERSIDAD AUTÓNOMA METROPOLITANA
UNIDAD IZTAPALAPA**

DIVISIÓN DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANIDADES

POSGRADO EN ESTUDIOS SOCIALES

MAESTRÍA EN ECONOMÍA SOCIAL

**APROXIMACIÓN A LA DETERMINACIÓN DEL TIPO DE CAMBIO EN
UNA ECONOMÍA EN DESARROLLO Y CON LIBRE MOVILIDAD DE
CAPITALES: MÉXICO, 1989 - 2003.**

ANTONIO MENDOZA HERNÁNDEZ

IDÓNEA COMUNICACIÓN DE RESULTADOS

ASESOR: DR. GREGORIO VIDAL BONIFAZ

JULIO, 2005

A MIS PADRES

RODOLFO (†) Y ANITA
Por sus enseñanzas

A MIS HERMANOS

FERMIN, ROSA, GERARDO, ANA Y NANCY
Por su apoyo incondicional

A MIS SOBRINOS

LIZ, MARIANA, MARIELA, AXEL Y TRISTAN
Por días de sonrisas y juegos

A MIS MAESTRAS

PAULA, SOFIA Y GRACIELA
Por brindarme su hogar, compartir su hermosa familia y
amigos y enseñarme a valorar los verdaderos secretos del
Conocimiento y de la Vida

A MIS COMPAÑEROS

ROBERTO, MARCO ANTONIO Y LUIS
Por compartir tareas, experiencias, conocimientos y amistad

También agradezco a muchos compañeros que sin ellos es impensable el fin de este trabajo:

Bruno, Hugo, Vicente, Carlos, Enrique, Zoila, Celso, Carlitos, Martín, Elizabeth, Diana y Marco.

A su vez, también mi gratitud a:

Dra. Eugenia Correa, Dr. Gregorio Vidal y al Dr. Alexander Tarassiouk

Lo que no los hace responsables de lo escrito. La responsabilidad es de quien lo firma, pero las palabras son un hecho social que resulta de intercambios de opiniones del conocimiento que otros y otras han alcanzado y que en esta ocasión se ofrece a manera de información y de una lectura de los hechos.

Mi gratitud de manera total.

Antonio Mendoza Hernández

INDICE	Pág.
Introducción	5
I. Antecedentes	27
1.1 Los Acuerdos Bretton Woods: institución del sistema monetario Internacional	30
1.1.1 La gestión cambiaria: régimen cambiario fijo, control de los capitales a corto plazo y ajuste de la balanza comercial	41
1.1.2 Fin del Acuerdo y del régimen cambiario fijo	50
1.2 Tendencias sobre el régimen cambiario	64
1.3 Política cambiaria del Fondo Monetario Internacional: régimen cambiario flexible	73
II. Determinantes de los tipos de cambio	83
2. 1 Enfoque de Flujos	86
2.1.1 Enfoque Elasticidades	89
2.1.2 Enfoque Absorción	96
2. 3 Enfoque de Mercados de Activos	99
III. Acercamiento a los factores explicativos de los tipos de cambio: el caso de México, 1989 – 2003	109
3.1 La brecha comercial y el financiamiento estructural	117
3.2 El papel del tipo de cambio en la apertura financiera	125
3.2.1 Flujos de capital de corto plazo, estabilidad del tipo de cambio nominal y apreciación del tipo de cambio real	125
3.2.2 El papel de la devaluación en el contexto de la libre movilidad de flujos de capital de corto plazo	131
3.2.3 ¿Hacia una nueva naturaleza del tipo de cambio?	135
3.3 El proceso de financiarización de la acumulación mundial, como factor explicativo del nuevo papel de los tipos de cambio	140
3.4 Libre movilidad de capitales y tipo de cambio: alternativas para un país en desarrollo	151
Conclusiones	157
Bibliografía	164

Introducción.

Desde la segunda mitad de la década de los setenta del siglo XX, con el principio del fin de los Acuerdos de Bretton Woods comienza un proceso de liberalización del movimiento de capital, en el contexto del inicio de una crisis de largo plazo.

Particularmente América Latina es afectada de diversas formas por estos hechos, “mediado por los niveles y modos en que se está desarrollando el capitalismo en la región”, se señala que “el capital extranjero participa de forma destacada en las actividades industriales de la zona”,¹ siendo este espacio económico, además, relevante para los mercados internacionales de crédito privado, con el desarrollo del llamado mercado de eurodólares.²

En los años setenta el crecimiento de este mercado se asoció al incremento de la deuda de un contado número de países de América Latina y al denominado proceso de reciclaje de los petrodólares. Durante la segunda mitad de los setenta, del siglo pasado el proceso de endeudamiento de estos países se da de manera más acelerada, que el de todos los países subdesarrollados.

Destacan en particular los créditos obtenidos por México y Brasil, que entre 1976 y 1980, concentraban más de la mitad del valor de las emisiones del total de los países en desarrollo, con cuotas que superaban los 27.500 y 22.500 millones de dólares, respectivamente (Palazuelos, 1998: 30 – 31). Además de presentar un cambio de acreedor principal, de uno de carácter público a otro de índole privado.

¹ G. Vidal (2001: 78 – 94) sostiene que “hacia mediados de la década del setenta, cuando se inicia la ruptura del régimen de Bretton Woods y la crisis de largo plazo (...) la fuerza relativa de las principales economías se ha modificado y el desplazamiento hacia el exterior de sus capitales presenta también elementos nuevos”. Se destaca, su participación en comparación de otro conjunto de economías en desarrollo, “(...) por tanto, se puede sostener que regiones enteras de países en vías de desarrollo no participan como demandantes de crédito en los mercados privados internacionales. Es el caso de prácticamente toda el África, Asia Oriental y los países mediterráneos”.

² El denominado mercado de eurodólares y posteriormente de eurodivisas, se desarrolló con fuerza desde la segunda parte de los años sesenta. En 1965 sus operaciones alcanzaron los 15 000 millones de dólares y cuatro años después se triplicaron, alcanzando la cifra de 44 000 millones de dólares. Durante este periodo, este mercado tuvo una tasa media anual de crecimiento de 30% que es con mucho superior a la alcanzada por la producción y el comercio mundial (Vidal, 2000:35 – 36 y Vidal, 2001: 78 – 94).

En el año de 1971 del total de la deuda externa pública de los países subdesarrollados tan sólo el 18% estaba contratada en los mercados privados. En los siguientes diez años los datos cambian para este conjunto de países: el 42% de su deuda externa estará contratada con agentes privados. Sin embargo, la situación de México es distinta en el año de 1971, cuando del total de la deuda pública externa el 50.4% está contratada en los mercados financieros. Es incluso mucho mayor que la media de América Latina que se sitúa en 24.6% (Vidal, 2001).

Situación que representó una masiva entrada de capital para estas economías, financiando parte de una estrategia de crecimiento y su brecha externa, etapa que se ve truncada por la crisis de la deuda en 1982 y consecuentemente con el cierre de los mercados financieros internacionales.

Históricamente, el crecimiento económico de un país en desarrollo está sujeto a la restricción externa, dada la relación que guarda el crecimiento de las exportaciones con el de las importaciones, así como los flujos de capital necesarios para financiar la brecha externa.

De esta forma las economías en desarrollo requieren financiar su balanza de cuenta corriente con recursos externos, por lo que “compiten” internacionalmente por estos recursos, ante una imposibilidad de generar las condiciones para la formación de capital, que provee las divisas necesarias. Este financiamiento a lo largo del tiempo ha cambiado ³ en su composición, naturaleza y monto.

La integración de los países a los mercados financieros internacionales, especialmente durante la década reciente, inaugura un esquema de financiamiento a través de capitales de corto plazo, cuya lógica y comportamiento

³ Para R. Frenkel (2003:42) después de la desaparición de los Acuerdos de Bretton Woods, un grupo de países, generalmente desarrollados, gracias a su fortaleza productiva, se dedicarían a ser exportadores netos de capital, ampliando sus ámbitos de producción más allá de sus fronteras formales. Por contrapartida, el resto del mundo, en su mayoría países en desarrollo, habría de convertirse en importador neto de capital, en parte, gracias a una secuencia de reformas institucionales y legales que realizaron para liberar y desregular los movimientos internacionales de capital y sus sistemas financieros nacionales, sirviendo como reducto para ampliar la frontera económica de capitales foráneos En palabras de J. Goicoechea (1999:91) circunscribiendo a estos países a una funcionalidad fincada en la dependencia y en la subordinación.

reproduce y profundiza las “asimetrías e inequidades entre los países desarrollados y aquellos en vías de desarrollo” (Sánchez – Daza, 2003:195).

Así, después de que estas economías venían operando manteniendo una particular relación con la economía internacional, experimentan procesos que aceleraron las tendencias a la liberalización, apertura y desregulación de las barreras locales, con el fin de acceder a los mercados financieros, redefiniendo su inserción a la economía internacional, a la vez que se buscaba generar las condiciones de una estrategia de desarrollo.⁴

Lo que significó la instrumentación de un conjunto de medidas de política económica que *dan garantías y apoyan* en cada país dichas tendencias, con la reducción y, en algunos casos, la eliminación de los obstáculos para el comercio de mercancías, de servicios y para el flujo de capitales.

El conjunto de medidas que *favorecieron* en estas economías la libre movilidad de los flujos de capitales, fue el avance de la liberalización y desregulación financiera en la economía nacional, con la desregulación del sector financiero y bancario, el surgimiento y fortalecimiento del mercado accionario, al igual que, con la apertura de todos los rubros de la cuenta de capital.

Además, de cumplir con requisitos de estabilidad y ajuste estructural de la economía, caracterizada por la restricción monetaria y fiscal, la privatización de activos y empresas públicas, y la estabilidad del tipo de cambio.

La estabilidad macroeconómica se constituye en el objetivo fundamental y prioritario a conseguir de su política económica, además de ser condición para tener acceso a los mercados financieros internacionales.

Estas políticas son las que en general se homologan, en los años noventa, para las economías en transición y en desarrollo a nivel mundial, de tal manera, no deben de existir divergencias en sus principales variables económicas (precios,

⁴ La cual, al cabo del tiempo representó solo la eliminación de barreras locales a la libre movilidad de capitales, siendo consecuente, para la reformulación de los términos de la competencia por los espacios económicos (Correa, 2004).

tipos de interés, finanzas públicas) con respecto a los de los principales países con los que realizan acuerdos internacionales sobre bienes, servicios y capital.

Como regla general los flujos de capital, a través de los mercados financieros, buscan premiar las actuaciones económicas creíbles y penalizar la indisciplina o la incertidumbre. “Son los mercados, quienes enjuician las políticas económicas y las actuaciones de los agentes económicos, premiando su solvencia cuando se ajustan a la lógica que en ellos domina y castigando su inadecuación cuando no se avienen a esa lógica” (Palazuelos, 1998:203).

Se debe así, pasar la “prueba de confianza del mercado”, satisfaciendo sus expectativas, con el control de los llamados “fundamentos macroeconómicos”,⁵ considerados como la estabilidad de los precios relativos de una economía: tipos de cambio, tasa de interés e inflación, acompañados de un saldo fiscal superavitario (Cuadrado, 2001). Donde, se considera que su comportamiento depende gran parte de la estabilidad económica de un país.

Se postula que si existe la adecuada alineación de los precios relativos y monetarios, la economía se encontrará en condiciones de alcanzar un equilibrio general, que permitiría la expansión continua de la economía.

Mientras que en el espacio internacional, la plena movilidad de mercancías y de capital, determinará la puesta en acción de diferentes fuerzas de mercado que actuarían para determinar la tendencia hacia la igualación en el precio de los factores entre los países, logrando una asignación más eficiente y un mayor crecimiento económico y bienestar social. En definitiva, se considera que la liberalización de los flujos externos pasa a ser un factor que actúa a favor de una distribución más igualitaria de la renta.

⁵ En un sentido opuesto, E. Ortiz (2003) propone los fundamentos macroeconómicos para la estabilidad y el crecimiento en particular para una economía en desarrollo. Entre otros indicadores se encuentran: a) el nivel de la tasa de desempleo abierto, b) el nivel y tasa de variación de las carteras vencidas, c) la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo, d) la tasa de crecimiento de la productividad del trabajo respecto a las variaciones de la tasa de interés, e) la tasa de expansión de la intermediación bancaria, entre otros.

Entonces, en la medida que una economía en desarrollo opera dentro de la liberalización económica, entendida como la búsqueda de su “alta” integración comercial y financiera (FMI, 2000) se ha incrementado la importancia del mercado externo con relación al interno, no sólo por la expansión del comercio exterior, los flujos de capital e inversión, sino también por la política económica.

Conforme a ello, se califican por el FMI, como solventes y acertadas las políticas económicas que toman como premisas absolutas el logro de la estabilidad monetaria y la plena liberalización de las relaciones económicas internas y externas, “prescindiendo así de regulaciones, controles e intervenciones en el funcionamiento de la economía” (Palazuelos, 1998:203 – 204).

Por lo que constituye un lugar común en la corriente dominante en el campo de la teoría económica y en el espacio de las decisiones en materia de política económica,⁶ afirmar que, como consecuencia de los procesos de liberalización y desregulación económica, las economías locales (en particular las menos desarrolladas) no pueden adoptar de forma autónoma sus decisiones de política económica.⁷ La mayor integración en los mercados de bienes, servicios y de capital – aseguran – provoca que el manejo de variables macroeconómicas esté influenciado profundamente por acciones externas y ya no bajo el control total de las autoridades nacionales.

En el espacio de las decisiones políticas existe la percepción de que los estrechos límites de lo posible vienen siendo reducidos a causa de la integración e

⁶ Se sostiene que la repercusión externa es más grande en el diseño de las políticas internas, desde su eficiencia, sus objetivos e instrumentos, hasta sus mecanismos de transmisión. Afectando así, la evolución y determinación de las variables macroeconómicas relevantes, como los tipos de cambio, precios de gran importancia para la política económica (Krugman y Obstfeld, 2001:340).

⁷ Aquí se resalta que los tipos de cambio pueden considerarse como una suerte de filtro a través del cual los acontecimientos de la economía mundial afectan a la economía local y viceversa, jugando un papel significativo en el mecanismo de transmisión de las políticas fiscal y monetaria, afectando la renta real y / o al nivel de precios internos, por lo que su conducción, necesariamente, tiene que vincularse, para favorecer su integración al mercado comercial y financiero internacional (Cuadrado, 2001).

internacionalización de los mercados,⁸ donde se asume que el costo de la integración en la economía internacional es la pérdida de la soberanía económica, entendida, “en términos de menores grados de libertad para fijar y aplicar las políticas que tienen efectos sobre los países asociados” (CEPAL, 1992:165).

Se sostiene que las condiciones externas actuales requieren que no exista traba alguna para la libre movilidad de capital, además de que la estabilidad macroeconómica se convierte en una necesidad. Así, se busca lograr la estabilidad de los tipos de cambio de la moneda local, reducir la inflación, conseguir finanzas públicas superavitarias y mantener una tasa de interés atractiva. De acuerdo a lo anterior, la estabilidad monetaria se ha convertido en el fin primordial del funcionamiento económico contemporáneo⁹ (Palazuelos, 1998:205).

Dentro de un contexto de libre movimiento de capitales (alta integración financiera) se exige el establecimiento de políticas económicas encaminadas a asegurar la estabilidad de la moneda de los países donde se invierte, a fin de salvaguardar así su rentabilidad en términos de su moneda, la estabilidad nominal del tipo de cambio es crucial en el proceso de liberalización financiera (Huerta, 2000 y 2003).

A los tipos de cambio se les considera dos precios relativos asociados a la existencia de economías abiertas con diferentes monedas y en ese sentido un medio de interacción entre ellas, que dentro de un proceso de alta integración exagera su importancia convirtiéndose en el principal instrumento de política económica que vincula a una economía con el resto del mundo.

⁸ Sin embargo, en el presente trabajo sostenemos que las regulaciones, controles e intervenciones en el funcionamiento de la economía por parte del Estado, a través del gobierno deben permanecer como una unidad básica organizadora de la vida política, económica, social y cultural, siendo además, una condición necesaria para el diseño de una estrategia de crecimiento y desarrollo interno (Lerda, 1996). Más aún, es evidente que las políticas públicas locales, crearon en buena parte, las condiciones para el funcionamiento actual de una economía mundial, sin su ayuda no podría concebirse el proceso de integración e internacionalización de los mercados financieros y comerciales.

⁹ Para E. Palazuelos, la política económica debe tener como referencia sólo las variables que son marcadas por el “orden trinitario”, compuesto por las tasas de inflación, los tipos de cambio y las tasas de interés.

Su función es reducida a lograr la estabilidad de precios, que en condiciones de plena liberalización, se traduce en un significado homogéneo en todos los mercados, que se suponen perfectos, de competencia e información. Parten de la premisa central, de que la oferta monetaria es exógena (principio de neutralidad del dinero), esto es, que guarda una independencia total de los factores que determinan su demanda (Rozo, 1997, Gómez y Piñero, 1997).

En este trabajo consideramos al tipo de cambio desde un punto de vista alterno,¹⁰ donde es fundamentalmente una herramienta que se puede relacionar con el crecimiento endógeno de la demanda efectiva (A. Guillén, 2001; Moreno – Brid, 2002, 1998b; Ros, 1995; E. Ortiz, 2003).

Por este motivo, su determinación y comportamiento son una condición necesaria para el desempeño de la producción y la generación de empleo, por lo cual, la estabilidad monetaria, es un objetivo ineludible, pero no exclusivo ni absoluto, que debe hacerse compatible con otros objetivos económicos y sociales (Palazuelos, 1998:209).

Se apunta que en un contexto de liberalización e integración comercial y financiera, es esencial poner el tipo de cambio al servicio de los sectores productivos, de las actividades comerciales, al servicio de la producción, el empleo y el crecimiento económico (Moreno – Brid, 1998, 1998b y 2002).

Además, se sostiene siguiendo a Heilbroner y Thurow (1982:95), que “el tipo de cambio de una moneda circulante afecta de diferentes maneras a los grupos, los individuos y las regiones”, entonces se puede considerar un precio macro, que tiene que ver con los intereses de los actores económicos que se reflejan en el comportamiento de las relaciones que se establecen a través de la esfera productiva, los mercados financieros, el sector bancario, los salarios reales, los precios, la tasa de interés, el sector externo y los flujos de capital.

¹⁰ Desde otro punto de vista, para A. Guillén (2001:285) “el dinero no es, como lo plantean las teorías neoclásica y monetarista, una variable exógena de la economías real, inventada por los gobiernos para facilitar el intercambio y las operaciones financieras. Por el contrario la moneda es un elemento endógeno de la producción del valor”.

Nuestro punto de partida es la idea que en la actualidad cualquier intento para explicar la determinación del tipo de cambio debe tener como referencia obligada el proceso de libre movilidad de capitales, el cual es el resultado de acciones premeditadas de agentes económicos y grupos sociales.

Es parte de nuestro objetivo tratar de determinar se existe alguna relación de causalidad entre el tipo de cambio y las ganancias y expectativas de los intereses económicos de agentes que no sólo realizan transacciones comerciales (exportaciones e importaciones de bienes), sino también, de los nuevos operadores financieros que realizan transacciones en los mercados de capital y de dinero.

Al desaparecer el régimen de *paridades fijas pero ajustables*, “con la adopción de tipos de cambio flotantes se establecieron condiciones para hacer de los movimientos de capitales de una moneda a otra, una manera de obtener ganancias” (Vidal, 1986:36).

Eventualmente el movimiento del tipo de cambio puede representar una fuente de ganancia (pérdida) cambiaria para los inversionistas extranjeros que depositan sus capitales localmente. Los rendimientos de los títulos financieros, eventualmente, en el corto plazo, dejan de depender enteramente de las tasas de interés, por la movilidad del tipo de cambio. Parte de la rentabilidad de ese capital, depende más ahora de las variaciones cambiarias.

Aspecto que trastoca la visión que se tenía en las políticas cambiarias de diversos países Latinoamericanos y del resto del mundo, las cuales han tenido dos tendencias fundamentales. La primera, considera el tipo de cambio como ancla nominal de la inflación, y la segunda, como un mecanismo dinámico de ajuste de la competitividad externa de la producción nacional (Villareal, 1986).

Anteriormente, se planteaba, que las transacciones comerciales eran en gran medida las determinantes en el comportamiento cambiario ya que se consideraba que los flujos internacionales de capital de corto plazo, durante el período de vigencia del Régimen de Bretton Woods, se encontraban regulados.

Así, “aunque el comercio de mercancías y servicios, durante muchos años recibió la mayor atención al analizar el mercado cambiario, ahora el crecimiento reciente del volumen de transacciones de activos en moneda extranjera es tan grande, que se estima que estas transacciones claramente dominan el mercado actual (...) hoy el valor de las transacciones internacionales que involucran activos internacionales excede en gran margen el valor de las transacciones de divisas relacionadas con bienes y servicios”. (Appleyard y Field, 2003:444 – 445).

Hasta entonces se consideraba al tipo de cambio real como una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Se planteaba la posibilidad de que los países en desarrollo podían alinear el tipo de cambio en función de los diferenciales de precios con los de su principal socio comercial y mejorar la posición competitiva de la producción nacional.

Se sostenía que era posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local, en el objetivo de abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial. En ese sentido se hablaba de un “un tipo de cambio competitivo”. El tipo de cambio cumplía entonces la función de un instrumento de redistribución de los recursos en las transacciones de comercio exterior, función, que se ve alterada por la movilidad de capitales.

En el presente trabajo se plantea como una necesidad estudiar el peso de los flujos de capital para establecer su influencia en el tipo de cambio, presuponemos que el comportamiento cambiario es menos probable que se vea afectado por desequilibrios en la balanza comercial y que las variaciones del tipo de cambio, afecten en un grado mayor a la movilidad de capitales.

Sostenemos la hipótesis de que en la actualidad, el papel del tipo de cambio, al parecer es determinado por los intereses de nuevos agentes económicos (“inversionistas institucionales”) que realizan movimientos en el mercado de capitales, en el corto plazo, manipulándolo como un instrumento en la competencia y redistribución de la renta en el mercado internacional. Sus movimientos, sin duda, modifican los términos de reparto de ganancia.

Se percibe que la lógica económica de estos nuevos actores es relevante en el comportamiento, al menos en el corto plazo, del tipo de cambio. Lo que genera una nueva naturaleza y función del tipo de cambio, motivada por las expectativas del capital que opera en los mercados financieros internacionales.

En opinión de algunos investigadores, en el modelo actual de política económica de apertura comercial y financiera, la estabilidad del tipo de cambio cobra particular importancia por considerarse, cada vez más, un mecanismo de transferencia de recursos a favor de los nuevos operadores financieros, y cada vez menos, como un instrumento clave que regula el contacto de dos sistemas de precios relativos de los bienes exportables y no exportables de una economía, es decir, como una variable determinante de los flujos comerciales de un país (Erturk, 2003; Medeiros, 1997; Dluhosch, 1996; Rodríguez, 1994; Berkerman, 1999; Solomon, 2000).

En este sentido suponemos que lo anterior representa la financiarización del tipo de cambio (H. Guillén, 1997:873 – 874). En su sentido estricto, el proceso de financiarización de la acumulación de las economías subdesarrolladas, sucede cuando se pierde la gestión monetaria, esto es, cuando los espacios monetarios locales se abandonan en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo.

En su sentido amplio, la lógica de financiarización, puede señalarse cuando las estrategias privadas, ante problemas de rentabilidad, utilizan un porcentaje creciente de sus fondos de inversión en adquirir activos financieros, donde no se dirigen a la producción, sino sólo a la detención de riqueza, por medio de sus colocaciones financieras y / o de sus anticipaciones sobre el valor futuro de las divisas, fortaleciendo o creando subsidiarias financieras. Logrando una rentabilidad inmediata, pero sin la garantía de una expansión a mayor plazo de estas corporaciones (Chesnais, 1994, 1996,2003; Vida, 2002, 2003,2004).

En torno a la financiarización “se expresan un conjunto de intereses de grupos sociales y sujetos económicos, a través de los más importantes conglomerados industriales y financieros, de los segmentos sociales dominantes de cada país, de

las fuerzas políticas conservadoras, y de los estados de los países tanto desarrollados, como aquellos en vías de serlo” (Palazuelos, 1998: 208).

Entendemos que movilidad de capitales y su influencia en los movimientos cambiarios, aparecen como espacios de disputa de ganancias, consecuentemente, una teoría sobre los tipos de cambio, en la actualidad, debe considerarlos como variables que afectan los ingresos e intereses de agentes económicos, que establecen relaciones entre diferentes grupos sociales bajo estructuras oligopólicas de mercado.

Se destaca que en un contexto de libre movilidad de capitales, la relación entre el tipo de cambio, ganancias y rentas generadas en el intercambio comercial y financiero, se hace más estrecha, en el marco de una crisis de largo plazo, ubicada para algunos investigadores, tras el derrumbe de Bretton Woods.

Nuestro objetivo es que después de revisar algunos elementos teóricos para explicar el estado de la cuestión en la determinación del tipo de cambio en una economía en desarrollo y con libre movilidad de capitales, estemos en condiciones de ofrecer un punto de partida para analizar y generar, posibles nuevos caminos, en materia de análisis del comportamiento cambiario real, en México, durante el periodo de 1989 – 2003.

El presente trabajo se organiza como sigue. El **primer capítulo**, esta destinado a mostrar los antecedentes del planteamiento del problema: en el surgimiento y la destrucción del Régimen de Bretton Woods (RBW), y el proceso de construcción de un nuevo Sistema Financiero Internacional (SMI), derivado de su desaparición, en donde la tendencia señala que predomina un sistema de carácter privado sobre uno anterior, de gestión oficial, que algunos investigadores llaman Régimen Dólar – Wall Stret (RDWS)¹¹ (Serulle y Boin, 1984).

¹¹ Basado en tipos de cambio fluctuantes y libre movilidad de capital. Este nuevo orden está basado en el financiamiento del déficit externo a través de flujos privados de capital y en un régimen de paridades flotantes y de alta volatilidad.

En el RBW, se presuponía tipos de cambio fijos con paridades ajustables, controles a la libre movilidad de capitales y regulación de los mercados financieros domésticos, condiciones que se apuntan como aquellas que probablemente permitieron la liberalización y crecimiento del comercio internacional y que influyeron en que la economía mundial tuviera un crecimiento económico sin precedentes.

Durante esa época los planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio estaban estrechamente asociados con los diversos enfoque que se tenían sobre el mecanismo de ajuste de al balanza de pagos, cuyo componente principal era la balanza comercial, mientras que las transacciones en servicios y los flujos de capital no ocupaban un lugar trascendental. En estos modelos el sector externo de un país estaba constituido en su totalidad por su cuenta corriente.

La caída de RBW a inicios de los años setenta, puso fin a más de un cuarto de siglo de estabilidad cambiaria y restricción en los flujos de capitales, de crecimiento y estabilidad, delimitada por algunos, como la Época de Oro ¹² (Heilbroner, 1999). En contraste, en las dos últimas décadas del siglo XX, la economía mundial se ha caracterizado por un ritmo de crecimiento económico lento e inestable. La economía mundial creció en la década de los sesenta a una tasa promedio del 5%, después de haberle descontado la inflación, en la década de los setenta el crecimiento fue del 3.6%, en la de los años ochenta del 2.8% y en lustro 1990 – 1995, de tan sólo 2% (Thurow, 1996). Para 1995 – 2000, se calcula del 2.6%, mientras que la tasa de crecimiento del 2000 al 2002 se situó alrededor de 1.8% ¹³ (Maddison, 2004).

Tras la desaparición formal del RBW en 1971, se legalizaron los tipos de cambio flotantes y se inicia un periodo de exportación de grandes flujos de capital a países en desarrollo estimulando un proceso de desequilibrio en sus cuentas externas. El abandono del sistema de tipos de cambio fijos traspasó el riesgo cambiario al

¹² Sin tratar de idealizar el periodo, algunos autores llaman la atención en términos históricos, donde la duración de tal época, fue más bien efímera: veinticinco años.

¹³ The World Economy: Historical Statistics, Angus Maddison, version electrónica en <http://www.eco.rug.nl/~Maddison/>

sector privado y estimuló el desarrollo de los mercados de cambio y sus derivados (Frenkel, 2003).

Los países industrializados procedieron a abolir todas las restricciones a los movimientos de capital, es decir, a desregular la cuenta de capital de la balanza de pagos. Para las economías en desarrollo, significó también, la apertura de la cuenta de capital acompañada – o, a menudo, precedida – por la liberalización del mercado interno de capitales. “Permitidas y apoyadas por una secuencia de reformas institucionales y legales que se fueron realizando para liberar y desregular los movimientos internacionales de capital y los sistemas financieros nacionales” (Frenkel, 2003:42).

Se plantea, entonces, que los flujos de capital internacional han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial, que opera en un marco de la libre movilidad de capitales, integración de los mercados financieros internacionales y liberalización y desregulación de todos los rubros de la cuenta de capital de los países, procesos que están modificando profundamente las estructuras financieras, las condiciones de financiamiento de la inversión y el reparto de la riqueza mundial.

Conforme se han suprimido las regulaciones y leyes que limitaban los movimientos del capital y se opera con plena flexibilidad en los tipos de cambio los resultados que se alcanzan en las diversas economías no mejoran, por lo menos en términos del producto, el PIB per. capita y la productividad. Lo mismo para el caso de los países en desarrollo que para los desarrollados. (Vidal, 2004)

Por lo que los datos históricos no permiten afirmar que las economías alcancen un mejor desempeño cuando los mercados de capital están operando considerando la libre movilidad y por continuos movimientos en los tipos de cambio. Hasta ahora no hay ninguna evidencia de que la liberalización haya permitido un mayor crecimiento en las economías en desarrollo o transición y desarrolladas (Prasad et al., 2003). Es más, el efecto más apreciable de la liberalización habría sido un aumento de la volatilidad con sus correspondientes efectos negativos.

La evidencia empírica muestra que los flujos internacionales de capital tienden a afectar considerablemente el comportamiento de variables macroeconómicas claves de los países receptores, como son el tipo de cambio o el precio de los activos. Por ejemplo, en los países de América Latina en la década de los noventa, se acepta que las entradas masivas de capital externo generaron un grado de apreciación del tipo de cambio, lo que a su vez afectó negativamente la competitividad del sector externo, presentándose crecientes déficits en cuenta corriente (FMI, 1998, 1997 ; BID, 1996; CEPAL, 2001, 2003).

El fenómeno de la apreciación cambiaria, implica entre otros procesos, el abaratamiento del dólar y, por tanto, de las importaciones, que suponiendo todos lo demás factores constantes, en estos países, se tendría un efecto de encarecer sus productos para los extranjeros, presionando el déficit de comercio exterior, al abaratare las importaciones y encarecerse las exportaciones nacionales.

De acuerdo, a los niveles de intercambio internacional, se puede considerar al actual sistema cambiario internacional, como un sistema de paridades flotantes (flexible). En su Informe Anual el FMI (2000) sostiene que es probable que se mantenga el régimen flexible entre las tres monedas principales.

Mientras que para la CEPAL (2003) en las economías de mayor tamaño en América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú, parecería consolidarse la tendencia hacia regímenes cambiarios flexibles. Recientemente, dos de las principales economías de OMNA, Egipto e Irán, decidieron aplicar un régimen flexible (Jbili y Kramarenko, 2003).

Situaciones que son consideradas como una característica clave del actual sistema cambiario en un contexto de la creciente integración mundial. (Mussa et al., 2000) De igual modo, se destaca para la economía nacional el tipo de cambio flotante se ha convertido en un elemento muy importante de la actual estructura de política macroeconómica de México (Carstens y Werner, 2000).

Dentro del balance del FMI, su *staff* apunta que, son dos las razones por las que se tiene que elegir paridades más flexibles: la libre movilidad de capitales y la

integración comercial. Se postula que un tipo de cambio fijo impone un mecanismo automático que regula la cantidad de dinero y, por consiguiente, el nivel de tasas de interés, condiciones que se contraponen a la tendencia de apertura e integración, comercial y financiera (Raffer, 2004).

De lo anterior se puede desprender que al parecer, un sistema cambiario más flexible es el resultado de la incompatibilidad entre la liberalización de capitales y las tasas de cambio fijas, opinión que comparten, entre otros: Eichengreen (2000a, 2000b); Summers, (1998); Solomon, (2000); y De la Dehesa, (2002); por ello, sostienen, que el FMI debe de empujar a todos sus miembros a implantar regímenes de mayor flexibilidad en el tipo de cambio, a pesar de sus repercusiones en las cuentas externas en las economías en desarrollo.

Bajo esta perspectiva, según el *staff*, en un mundo cada vez más integrado, tanto en lo comercial, como en lo financiero, el déficit en cuenta corriente no constituye un problema macroeconómico serio, porque se trata de un déficit generado por el endeudamiento de los agentes privados. En este contexto, el papel del tipo de cambio, es lograr el equilibrio entre el flujo de capitales y el balance de la cuenta corriente, donde “el tipo de cambio no cumple ningún rol en la relación con el equilibrio de la balanza comercial” (Berkerman, 1999).

De acuerdo a lo expuesto, podemos sostener que existía una forma de concebir al tipo de cambio y su determinación dentro del RBW, tras su desaparición, el contexto que se desarrolla, permite apreciar el comportamiento cambiario bajo otra lógica, por tanto, los desequilibrios de la cuenta corriente, de capital y del tipo de cambio, en cada una de estas etapas, tienen características bastante distintas.

Así, nos encontramos que dentro de la tradición de la teoría económica, existen dos grandes enfoques para explicar cómo se determina el tipo de cambio en una economía abierta, el **segundo capítulo**, esta orientado a abordar de manera simplificada a los más significativos de estos.

Como ya se apuntó, en general, durante el RBW, que corresponde fundamentalmente, al período que abarca las décadas de los cincuenta y sesenta,

fueron formulados la mayor parte de los enfoques de flujos, conocidos también como tradicional, siendo su objeto de análisis el desequilibrio de la balanza de cuenta corriente y comercial de la balanza de pagos, ya que, se establecía que los flujos internacionales de capital se encontraban regulados. Fue en dicho entorno que surgieron enfoques tales como el de “elasticidades”, el de “ingreso – adsorción”, el de “desplazamiento” y el “monetario” (Bajo, 1993).

Desde luego, todas estos enfoques también toman en consideración los movimientos en la cuenta de capital, pero debe tomarse en cuenta que el papel jugado por los flujos de capital de corto plazo, durante el período de vigencia del RBW, no era ni remotamente comparable al rol preponderante asumido por dichos flujos en la actualidad.

Siguiendo a estos enfoques, el mercado de divisas es un mercado similar al de cualquier otro bien y el tipo de cambio de una moneda, en consecuencia, estaría determinado por la oferta – flujo y la demanda – flujo de dicho mercado, por lo que resaltan el papel de los flujos internacionales de bienes en la determinación del tipo de cambio, ya que considera que los precios relativos de los bienes en los respectivos países a través del equilibrio de flujos de la balanza comercial, son el determinante del comportamiento del tipo de cambio.

Tras la desaparición formal del RBW en 1971, se plantea que los flujos internacionales de capital han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial y por ende en la determinación del tipo de cambio. Se considera que bajo un contexto de integración de los mercados financieros internacionales, el comportamiento del tipo de cambio esta más determinado por los movimientos de los precios de los activos, en vez de por los movimientos de los precios de los bienes.

En tal situación, se presupone que la paridad cambiaria es influenciada más en el corto plazo, por movimientos de capital que por los movimientos de bienes. Su determinación, estaría entonces, relacionada con los movimientos sobre de los activos (diferencial entre la tasa de interés interna con la tasa de interés externa y las ganancias presentes y futuras) y no de los precios de los bienes.

Se considera, entonces que el tipo de cambio es, en definitiva el precio de la moneda de un país en términos de la correspondiente a otro; es decir, que es el precio de un activo financiero y, como tal, su análisis y determinación deberían de considerarse conceptos e instrumentos similares a los utilizados para otros activos financieros. (Ceña, 1994; Levich, 1985; Dublosch, 1996)

Esta perspectiva teórica en la determinación cambiaria se agrupa en el enfoque de mercado de activos, llamado moderno, (enfoque de equilibrio de cartera, enfoque monetario con precios flexibles y rígidos – overshooting –), donde es el movimiento de capitales lo que define el resultado de la cuenta corriente. *Ese movimiento de capitales es el que determina los flujos de comercio y no puede ser afectado por cambios en los mismos.* (Dluhosch, 1996; Rodríguez, 1994). Los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Cada uno de estos enfoques trata de insistir en un efecto especial, siendo más o menos convincentes para un caso concreto y válido sólo para condiciones específicas: en equilibrio parcial (modelos monetarios y de balanza de pagos) o general (modelos de cartera y el de Mundell – Fleming) (Fernández, et al., 1999).

Además de tener perspectivas diferentes, en el corto o en el largo plazo, que tiene que ver fundamentalmente por la diferente reacción de los mercados de activos financieros y los de flujo de mercancías, él primero se ajusta rápidamente, mientras que él segundo lo hace más lentamente.

El resultado al parecer resulta obvio: existen muy diversas e importantes diferencias entre los distintos planteamientos considerados, lo que ha llevado a sostener que no existe la certeza de afirmar que alguno de ellos sea el que tiene un mayor poder explicativo y, en algunos casos, carecen de análogos. En tal sentido, existe una insatisfacción derivada del mal comportamiento empírico de los enfoques anteriores La utilidad efectiva de estas teorías sobre la determinación del tipo de cambio es hoy en día bastante relativa.

Entre las principales líneas de investigación surgidas del fracaso empírico de los enfoques anteriores, parte de la literatura especializada reciente, desde la perspectiva de la teoría hoy dominante, se ha propuesto lograr una síntesis de ellos, aunque por ahora no hay señal alguna de que lo hayan logrado (Cuadrado, 2001). Mientras que otra línea de investigación, aborda la nueva información disponible en los mercados cambiarios, examinando la posible existencia de burbujas especulativas y los modelos basados en la distinción entre dos tipos de agentes (“chartistas” y “fundamentalistas”) que operan en los mercados de divisas (Bajo y Sosvilla, 1993).

De tal suerte, podemos presuponer, entonces, que estamos ante una discusión en la literatura económica predominante, en donde existen muy diversas e importantes diferencias entre los distintos planteamiento teóricos sobre la determinación del tipo de cambio. Se evalúan de distintas formas los efectos de la libre movilidad de capitales sobre algunas variables claves de los países receptores y su relación con las cuentas externas.

Al igual, encontramos otros intentos teóricos que buscan explicar el comportamiento cambiario, dentro de un nuevo contexto de desregulación e integración financiera internacional, donde la aparición y el papel económico de nuevos actores, es en alguna medida, relevante en la explicación del comportamiento del tipo de cambio.

Se afirma que si un país en desarrollo acepta la integración financiera global, su tipo de cambio llega a ser determinado principalmente por los movimientos de los precios de los activos, en vez de por los movimientos de los precios de los bienes (Cardim de Carvalho 2000; Korkut Erturka, 2003). Bajo condiciones de liberalización de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se convierte de hecho en tan solo otro precio de activo.

Al no ajustarse el tipo de cambio nominal en torno al diferencial de precios internos versus externos, se cae en una distorsión de precios. Se aprecia el tipo de cambio, lo que implica abaratamiento del dólar y, por tanto, de las importaciones, lo que termina presionando el comercio exterior, generando y / o profundizando déficit.

Parece ser, que en el corto plazo, el tipo de cambio deja de ser la variable clave que regula el contacto de dos sistemas de precios relativos (el doméstico y el exterior) en el mercado de bienes y servicios, alejándola de su función como determinante de los flujos comerciales de un país, convirtiéndose en una variable cada vez más ligada a las necesidades de la esfera financiera.

Por lo que se sostiene que actualmente las fluctuaciones del tipo de cambio vienen a afectar las ganancias y expectativas de los intereses económicos de agentes que no sólo realizan transacciones comerciales (exportaciones e importaciones de bienes), sino también, de los nuevos operadores financieros que realizan transacciones en los mercados de capitales, a través de los llamados inversionistas institucionales.

Diversos autores, plantean que una posibilidad de explicación acerca de la determinación del tipo de cambio en un contexto de libre movilidad de capitales, se encuentra en *el desdoblamiento entre los tipos de cambio que son determinados en el mercado financiero y aquellos que están en función del comercio internacional* (Harris, 1994; Eatwell y Taylor, 2000).

Al parecer nos encontramos ante un proceso combinado de determinación del tipo de cambio: variables reales que lo determinan el comercio internacional y aquellas propias en los niveles de inversión (Puyana, 2000b).

Por ende, se percibe que la lógica económica de estos nuevos actores es relevante en el comportamiento, al menos en el corto plazo, del tipo de cambio, lo que explica en alguna medida, una nueva naturaleza y función del mismo, motivada por las expectativas del capital que opera en los mercados financieros internacionales y es, en ese sentido, un instrumento donde sus movimientos, sin duda, modifica los términos de reparto de ganancia.

Lo anterior representa un rasgo del proceso de financiarización de la acumulación de las economías locales. Bajo una lógica de financiarización de la acumulación, la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves se constituye en un objetivo en si mismo. Lo que no necesariamente es compatible con inversiones a plazos

largos que permitan ampliar la capacidad de producción y se vinculen al crecimiento endógeno de la demanda efectiva (Chesnais, 1994, 1996,2003; Vidal, 2002, 2003,2004).

La evidencia empírica de lo anterior, se estudia para el caso de México, durante el periodo de 1989 – 2003, en el **tercer capítulo**. A partir de 1989, la economía mexicana inició un proceso de liberalización de los mercados financieros con el propósito de allegarse de flujos externos de capital para alentar el ahorro externo, ante un ahorro interno que es insuficiente, lo anterior, se sostiene, buscaba fomentar el crecimiento para poder enfrentar, entre otros, los problemas que se derivan de un déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos.

Así se procedió a eliminar las restricciones sobre los flujos de capital a corto plazo que existían en el país. Sin embargo, el libre flujo de capitales puede ocasionar diversos problemas. La evidencia empírica muestra que los flujos internacionales de capital tienden a afectar considerablemente al comportamiento de variables macroeconómicas claves de los países receptores, como son el tipo de cambio o el precio de los activos, generando en el primero, un proceso de apreciación cambiaria.

Se señala que en una economía abierta como es ahora la mexicana, la apreciación es provocada por el ingreso de flujos de capital de cartera que entran al país en búsqueda de rendimientos extraordinarios, (Guillén, 2000) ya que con un tipo de cambio apreciado, los inversionistas foráneos, al repatriar eventualmente sus activos líquidos, no habrán sufrido erosión en términos de dólares (Goicoechea, 2000). Por lo que una moneda apreciada, representa un incentivo adicional para la inversión extranjera de cartera, incluyendo la inversión extranjera en acciones (Cuevas, 2002). La entrada de capitales de corto plazo, viene acompañada por un deterioro de la brecha comercial.

Desde el punto de vista, conocido como la doctrina Lawson, los desequilibrios de la balanza comercial dejan de ser un tema de preocupación. La viabilidad de mantener un déficit comercial no tiene límites, en tanto se disponga de *medios de financiamiento*. Pero el problema no es sólo de índole contable, este

financiamiento (en divisas) debe de buscar generar la formación de capital, encaminada a desarrollar un sistema de producción local, es decir, una base endógena de acumulación.

Se sostiene que el crecimiento económico de un país en desarrollado está sujeto a la restricción externa, dada la relación que guarda el crecimiento de las exportaciones con el de las importaciones, así como los flujos de capital necesarios para financiar la brecha externa. Donde, la relación entre los montos, composición y naturaleza del financiamiento, la dinámica de la brecha externa, y el comportamiento cambiario han estado determinados por una forma de inserción a la economía mundial.

Por ejemplo, en la liberalización financiera, la forma de ajustar el sector externo no es mediante la devaluación, con lo que se esperaría una reducción el déficit comercial. La clave para la sostenibilidad de los déficits está en que exista la posibilidad de un financiamiento *genuino*, por medio de la cuenta de servicios y de capital. Donde el tipo de cambio nominal estable ayuda a promover la entrada de capitales para financiar el déficit de cuenta corriente, de manera genuina, pero generando así un círculo vicioso. La entrada de capitales aprecia el tipo de cambio real, el cual actúa en contra de la producción local y la balanza de comercio exterior, pero favorece a los intereses y expectativas de los agentes que operan en la esfera financiera.

Por lo que el tipo de cambio en la práctica se desvinculó de la forma en que lo determina la teoría. Durante la última década (1980 – 1990) en México, las devaluaciones han sido incapaces de corregir por sí solas el desequilibrio exterior, “las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio real observadas en el periodo no han ejercido una influencia perceptible en la propensión a importar” (Mántey, 2004), destacando que la elasticidad de los precios respecto al tipo de cambio depende de factores institucionales y a otros tipos de acuerdos. Mostrando los límites del enfoque de flujos o tradicional.

Mientras que la evidencia empírica del enfoque de activos o moderno es bastante escasa y limitada, “debido en gran parte al carácter discutible de la misma ya que

depende de la formación de expectativas en un entorno de incertidumbre” (Puyana, 2003 y 2003b). Mientras que Appleyard y Field (2003: 513 – 517), presentan un resumen de las pruebas empíricas sobre el enfoque de activos, donde sostienen que “existe una controversia sobre la validez de este enfoque (hasta ahora) ha sido relativamente poco el trabajo para probar el modelo de activos debido a las dificultades encontradas al relacionar los modelos teóricos con los datos del mundo real”.

Ambos enfoque han mostrado insuficiencias para explicar el comportamiento actual del tipo de cambio, en un contexto de libre movilidad de capitales e integración comercial y financiera, procesos que se desenvuelven con el inicio de una crisis de los modos de regulación, a partir de la caída de los Acuerdos de Bretton Woods. Dejando de operar el modo de regulación posterior a la posguerra, donde la aparición de nuevos actores sociales es relevante para explicar los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos de diversos países. Sobre todo de América Latina, donde se presenta un déficit más pronunciado de su balanza de comercial, consecuentemente, también un mayor grado de apreciación de su tipo de cambio real.

Es aquí, donde se relaciona la crisis del modo de regulación y el proceso de financiarización de la acumulación mundial, como factores explicativos del comportamiento reciente de los sistemas cambiarios de una economía en desarrollo y con libre movilidad de capitales y es, en esa dirección que se encamina el trabajo en sus dos últimos apartados.

Por ello, después de revisar el estado de la cuestión sobre el problema de la determinación de los tipos de cambio en economías abiertas y en desarrollo, destacando la experiencia histórica a través de algunos elementos teóricos y hechos empíricos, se pretende ofrecer un punto de partida para analizar y generar posibles nuevos caminos, en materia de estudio del comportamiento cambiario, para México, durante el periodo de 1989 – 2003.

I. Antecedentes.

De acuerdo, a los niveles de intercambio mundial, se puede considerar al actual sistema cambiario internacional como un sistema de paridades flotantes (flexible). En su Informe Anual el FMI (2000) sostiene que es probable que se mantenga el régimen flexible entre las tres monedas principales.

Mientras que para la CEPAL (2003) en las economías de mayor tamaño en América Latina: Brasil, Chile, Colombia, México, y Perú, parecería consolidarse la tendencia hacia regímenes cambiarios flexibles. Recientemente, dos de las principales economías de OMNA, Egipto e Irán, decidieron aplicar un régimen flexible (Jbili y Kramarenko, 2003).

Situaciones que son consideradas como una característica clave del actual sistema cambiario en un contexto de la creciente integración mundial (Mussa et al., 2000). De igual modo, se destaca para la economía nacional el tipo de cambio flotante se ha convertido en un elemento muy importante de la actual estructura de política macroeconómica de México (Carstens y Werner, 2000).

Dentro del balance del FMI (2000), apunta que son dos las razones por las que se tiene que elegir paridades más flexibles: la libre movilidad de capitales y la integración comercial. Se postula que un tipo de cambio fijo impone un mecanismo automático que regula la cantidad de dinero y, por consiguiente, el nivel de tasas de interés, condiciones que se contraponen a la tendencia de apertura e integración, comercial y financiera (Raffer, 2004).

Los antecedentes inmediatos a un sistema flexible los encontramos en el RBW, con "paridades estables, pero ajustables". Para algunos investigadores los Acuerdos de Bretton Woods permitieron estabilidad en los tipos de cambio, aseguró ritmos de crecimiento relativamente sostenidos aunque fluctuantes en la economía mundial, con tasas de inflación moderadas y el *"dólar como el equivalente internacional de curso legal, tan bueno y tan sólido como el oro"*, contribuyendo a una considerable liberalización y crecimiento del comercio internacional.

Entre los creadores de los Acuerdos, John Maynard Keynes, y Harry Dexter White, existían consensos. A pesar de encabezar dos distintas propuestas para reformar al SMI, confiaban en diseñar un sistema monetario internacional que pudiera llegar a promover el pleno empleo y la estabilidad de precios, a la vez que permitiera a cada país conseguir el equilibrio externo sin imponer restricciones al comercio internacional. Su finalidad de reformar al SIM era procurar contener las fluctuaciones de los valores de cambio, determinados por el mercado, dentro de unos márgenes definidos por instituciones, políticas y económicas.

Consecuentemente, en el contexto del RBW, se reconocía la necesidad de institucionalizar el principio de cooperación financiera internacional para estimular el nivel de comercio internacional y de inversión. Se concebía al comercio internacional como un conjunto de transacciones libres realizadas en un gran mercado en que se supone funcionada la competencia perfecta, donde “el tipo de cambio no debería significar ninguna barrera a la realización normal y equilibrada de dichos intercambios” (Lichtensztein y Baer, 1986:67), que bajo condiciones de movilidad acotada de los flujos de capital, el tipo de cambio dependía de las condiciones de oferta y demanda de las importaciones y exportaciones que realiza una economía con el resto del mundo.

Por lo que se consideraba al tipo de cambio como una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Durante esa época los planteamientos teóricos sobre su determinación estaban estrechamente asociados con los diversos enfoques que se tenían sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos, cuyo componente principal era la balanza comercial, mientras que las transacciones en servicios y los flujos de capital no ocupaban un lugar trascendental. En estos modelos el sector externo de un país estaba constituido en su totalidad por su cuenta corriente.

Siguiendo a S. Lichtensztein y M. Baer, (1986); y a M. Aglietta (1987), desde una perspectiva teórica, el FMI, fue diseñado en la libre circulación de mercancías entre los países, donde para el cumplimiento de los Acuerdos, era necesario garantizar dos procesos fundamentales para la regulación monetaria: la liquidez y

el ajuste. Ambos mecanismos, como se vera más adelante, dependían mucho de alternativas discrecionales, de carácter nacional, por parte de Estados Unidos, esto es, estaban sujetas a las necesidades internas de la economía estadounidense.

La caída de RBW a inicios de los años setenta, puso fin a más de un cuarto de siglo de estabilidad cambiaria y restricción en los flujos de capitales. Tras su desaparición formal en 1971, se legalizaron los tipos de cambio flotantes y se inicia un periodo de exportación de grandes flujos de capital a países en desarrollo estimulando un proceso de desequilibrio en sus cuentas externas.

La experiencia histórica señala que conforme se han suprimido las regulaciones y leyes que limitaban los movimientos del capital y se opera con plena flexibilidad en los tipos de cambio los resultados que se alcanzan en las diversas economías no mejoran.

Al mismo tiempo los hechos empíricos apuntan que bajo un contexto de integración de los mercados financieros internacionales, el comportamiento del tipo de cambio esta más determinado por los movimientos de los precios de los activos, en vez de los movimientos de los precios de los bienes. La paridad cambiaria es influenciada cada vez más en el corto plazo por movimientos de capital que por los movimientos de bienes.

1.1 Los Acuerdos de Bretton Woods: institución del sistema monetario internacional.

Como es sabido al terminó de la Segunda Guerra Mundial y después de la gran depresión (1929), el 20 de Julio de 1944 en Bretton Woods, pequeña ciudad de la costa este de Estados Unidos, en New Hampshire, representantes de cuarenta y cuatro países, entre ellos México, firman los Acuerdos que toman el nombre de esa ciudad.

Los Acuerdos entran en vigor el 27 de diciembre de 1945 y, marcaron el nacimiento de una nueva Estructura Financiera Internacional, que se planteará resolver los problemas presentados en el Sistema del Patrón Oro (1818 - 1914), y el de Entreguerras (1919 – 1939),¹⁴ a la vez de responder a las necesidades del desarrollo de la economía mundial, en particular de los países desarrollados.

Este sistema funcionó de manera aceptable hasta 1969, en relación con los regímenes cambiarios anteriores, después se degradó progresivamente, hasta derrumbarse en 1971, dejando el paso a un sistema de paridades flotantes.

El RBW ¹⁵ se basó en un sistema que se llamó "Paridades estables, pero ajustables" (FMI, 1987: Sección 4, paridades) ¹⁶ :

Tipos de cambio fijos con paridades ajustables con respecto al dólar, donde todas las monedas establecieron una relación dada con el dólar, y este a su vez la tenía

¹⁴ Existen diversos análisis, de diferentes cuerpos teóricos, que estudian las debilidades de los sistema monetarios anteriores, presentando una comparación entre ellos, y llegando a resultados divergentes. Entre otros véase a Michel Aglietta (1987, 1983) Barry Eichengrenn (2000a); Rafael Paniagua (1995); Alma Chapoy (1987, 2001) ; Guadalupe Mántey (1989) y Dehove Mathis (1986).

¹⁵ Algunos autores lo llaman también Sistema de Patrón Dólar, el cual puede ser dividido en dos grandes fases para su estudio: a) de 1947 – 1971, como la constitución de una economía mundial bajo la hegemonía norteamericana generosa y b) de 1971 a la fecha como el regreso a los intereses nacionales y un dólar flotante. Se considera que éste fue la regulación más importante entre las naciones en las relaciones financieras y expreso la forma en que quedaron estructuradas, donde la economía y la moneda estadounidense se erigieron como dominantes.

¹⁶ El Convenio Consultivo del FMI fue adoptado el 22 de julio de 1944. Posteriormente, fue modificado en dos ocasiones, principalmente, la del 28 de julio de 1969, resultado de la creación de los Derechos Especiales de Giro (DEG); y la del 1 de abril de 1978, en la cual se oficializa el sistema de tipos de cambio de libre flotación (o flexible).

con el oro (US\$ 35 = 1 onza de oro). Por ejemplo, durante el periodo 1956 – 1976, el tipo de cambio del peso mexicano respecto al dólar estadounidense permaneció fijo en un nivel de 12.50 pesos por dólar, aunque por lo general la estabilidad para los países en desarrollo no fue tan sólida (Puyana, 2002).

Para algunos investigadores el RBW permitió estabilidad en los tipos de cambio, aseguró ritmos de crecimiento relativamente sostenidos aunque fluctuantes en la economía mundial,¹⁷ con tasas de inflación moderadas y el *“dólar como el equivalente internacional de curso legal, tan bueno y tan sólido como el oro”*, contribuyendo a una considerable liberalización y crecimiento del comercio internacional.

Sin embargo, como se verá más adelante, desde su origen el RBW, dependía de factores inestables, fuera de control y sin ninguna relación con las necesidades de ajuste y liquidez que se planteaban como un requisito para el crecimiento de la economía mundial.

Lo anterior provocó tensiones, no sólo en el Sistema Monetario Internacional (SMI), sino en el conjunto de la economía mundial, apreciándose dinámicas contradictorias en su proceso, reflejando que las contradicciones generadas en la esfera monetaria, forman parte de un desorden más fundamental, *“el orden monetario sigue siendo la expresión más completa de la economía”* (Aglietta, 1987:86), *en donde el SMI adquiere rasgos particulares en diferentes periodos, en estrecha relación con la estructura económica y política que lo sustenta, siendo el régimen cambiario, el centro de todo SMI, en todos los tiempos.*

Entre los creadores de los Acuerdos, el representante del Tesoro del Reino Unido,

¹⁷ En general existe un consenso en que el desempeño financiero surgido en los Acuerdos, medido en términos de los indicadores económicos más aceptados, fue superior al de los periodos del Patrón Oro (1881 – 1913), el de Entreguerras (1919 – 1938), y el actual de tipos de cambio flotantes (1973 – 2003). Ver a D.Félix, (1996:156 – 170). Heilbroner (1999:149) señala que *“el Acuerdo de Bretton Woods se basaba en un sistema mundial que promovía tanto el crecimiento económico como el comercio internacional (que) fue la base que dio lugar a la Época de Oro”*. Para otros autores, en términos históricos la duración de tal época, fue más bien efímera: veinticinco años. Krugman y Obstfeld (2001: 139), sostiene que *“probablemente los tiempos de antaño no fueron mejores, pero no cabe duda que fueron más tranquilos”*. En México la época de oro de su economía fue más prolongada, pues se inició en 1939 y terminó en 1981, sumando cuarenta y dos años (Moreno – Brid, 1998:478).

John Maynard Keynes, y Harry Dexter White, funcionario del Tesoro estadounidense, existían consensos. A pesar de encabezar dos distintas propuestas para reformar al SMI, “confiaban en diseñar un sistema monetario internacional que pudiera llegar a promover el pleno empleo y la estabilidad de precios, a la vez que permitiera a cada país conseguir el equilibrio externo sin imponer restricciones al comercio internacional” (Krugman y Obstfeld, 2001:563). Sus planteamientos giraban en torno de cuatro principios generales:

- 1) *Las tasas de cambio fijas pero ajustables*; se trataba de asegurar la estabilidad de la conversión de monedas para crear condiciones propicias al desarrollo de los intercambios comerciales;
- 2) *La desmonetización parcial del oro*; buscaba eliminar el límite de crecimiento que constituían las condiciones de producción del oro dando a la política monetaria flexibilidad de la emisión discrecional de los medios de pago;
- 3) *La posibilidad de devaluar o revaluar las monedas*; buscaba mantener un tipo de cambio que no provocara recesiones innecesarias y;
- 4) *El reconocimiento de la interdependencia de las tasas de cambio*; partía de la idea central de que un sistema monetario era un conjunto coordinado de políticas monetarias y económicas. El valor de cada moneda depende del de las otras monedas y las condiciona a su vez (Dehove, 1986: 54 – 55, Ontiveros et al., 1991:26-27).

El punto que tenían en común es a la oposición tanto a un sistema de libre flotación de los tipos de cambio como uno basado en tipos absolutamente fijos. ¹⁸

¹⁸ El primero había demostrado sus efectos adversos en la economía internacional en los años inmediatamente posteriores a la primera guerra mundial y nuevamente en los años treinta, mientras que el segundo, vigentes durante el periodo de restauración del patrón oro, también es valorado negativamente. (Ontiveros et al., 1991:26)

Aunque existían acuerdos, las diferencias entre ambas propuestas se presentaban, sin embargo, como significativas. En el plan de cada uno, se entrevieron dos posiciones marcadamente opuestas. Hay estudios que destacan que ambas propuestas reflejaban claramente los intereses de cada una de las dos principales potencias: Estados Unidos y Gran Bretaña. Mientras que la última y en general los países europeos, procuraban estabilizar sus destrozadas balanzas de pagos a la vez que evitar una aguda depresión económica interna, los primeros, pretendían consolidar su poderío económico – financiero (Lichtensztejn y Baer, 1986:26)

Teresa Aguirre (2004), expresa en seis puntos las divergencias entre el Plan Keynes y el Plan White: ¹⁹

PLAN KEYNES UNIÓN DE COMPENSACIÓN	PLAN WHITE FONDO DE ESTABILIZACIÓN
Cuotas iniciales a sus miembros a través de la creación de crédito internacional (moneda nominal Bancor)	Cuotas iniciales aportadas por los países miembros a través de una suscripción general de capital.
Las cuotas son una facilidad de giro – crédito – sobre la cuenta internacional.	Las cuotas representan un derecho a comprar las monedas de otros países.
Las transacciones en divisas derivadas de operaciones por cuenta corriente, se debían de centralizar en los Bancos emisores a través de controles nacionales.	Libertad de los particulares para efectuar las transacciones en divisas derivadas de operaciones por cuenta corriente.
Control de los movimientos de capital y el examen previo de todas las transacciones.	Control de los movimientos de capitales, aunque en la práctica pueden establecerse correctivos <i>ex post</i> .
Correctivos para ambas partes.	Sanciones para la parte más débil.
Presenta un carácter expansionista, en la distribución de los recursos.	Intención de distribuir una pequeña parte de los recursos exteriores, sin un carácter expansionista.

¹⁹ En México los “Planes de Estabilización Monetaria”, fueron publicados por El Trimestre Económico (1943), FCE, núm. 1, Vol. X, abril – junio, págs. 345 – 400.

La diferencia entre ambos planes queda claramente descrita en palabras del propio Keynes : " El punto fundamental en que los dos planes se separan es el siguiente: según la Unión de Compensación, los países miembros debían confiar sus cuentas exteriores a la institución, realizando libremente las operaciones en una nueva unidad de cuenta internacional, llamada Bancor. Según las propuestas del Fondo de Estabilización, la institución debería ser el banco de los países miembros, en relación con los bancos centrales, realizando libremente las operaciones mediante unidades monetarias de cada miembro, sin que intervenga ninguna nueva unidad monetaria internacional". ²⁰

Al comparar su Plan con el americano, Keynes señalaba que aquél significaba poner el vino nuevo en una botella vieja, mientras que en el suyo tanto el vino como la botella eran nuevos.

El Plan de White, en lo esencial, fue aceptado como base de la construcción del SMI posterior a la Segunda Guerra Mundial. ²¹ "Predomino la visión conservadora de Estados Unidos de regresar a una disciplina próxima al patrón oro, mediante la adhesión a una moneda clave o patrón oro dólar. Gran Bretaña no logro imponer casi ninguno de sus puntos de vista. Bretton Woods fue un triunfo total del poder dominante estadounidense. Sus acuerdos fueron el producto de una negociación desigual entre Estados Unidos y Gran Bretaña, dirigida por el primero, dentro de un ficticio marco de cooperación mundial". (Lichtensztein y Baer, 1986: 25 – 26)

Harry Dexter White fue, además, nombrado para la presidencia del Fondo Monetario Internacional a propuesta del presidente Franklin Delano Roosevelt en 1946.

Tanto para Keynes como para White, la finalidad de reformar el Sistema Monetario Internacional (SMI) era *procurar contener las fluctuaciones de los*

²⁰ Para profundizar más en la propuesta ver a Maynard, Keynes J. (1985). "*Propuesta para un fondo de compensación internacional*", en *Investigación Económica*, Facultad de Economía, UNAM, número 172, abril – junio, págs. 21 – 45.

²¹ Teresa Aguirre (2004) destaca que los especialistas de este periodo y concedores del pensamiento Keynesiano se han interrogado hasta la saciedad sobre el por qué de las concesiones de Keynes en las negociaciones.

valores de cambio, determinados por el mercado, dentro de unos márgenes definidos por instituciones, políticas y económicas.

Propósitos que se reflejan en la instauración del Fondo Monetario Internacional (FMI), institución creada en los Acuerdos de Bretton Woods, para la supervisión y regulación del funcionamiento del SMI, en el Artículo I (Fines) de su Convenio Constitutivo²² se establecían tales intenciones²³ (FMI, 1987:2 – 3).

- I. Fomentar la *cooperación* monetaria internacional mediante una institución permanente que constituya un mecanismo de consulta y colaboración en problemas monetarios internacionales.
- II. *Facilitar la expansión y el crecimiento* equilibrado del comercio internacional y contribuir de ese modo al fomento y mantenimiento de altos niveles de ocupación y de ingresos reales y al desarrollo de los recursos productivos de todos los países miembros como objetivos primordiales de política económica.
- III. *Fomentar la estabilidad cambiaria*, procurar que los países miembros mantengan regímenes cambiarios ordenados, y evitar depreciaciones cambiarias competitivas.
- IV. *Coadyuvar al establecimiento de un sistema multilateral* de pagos para las transacciones corrientes que se realicen entre los países miembros y la eliminación de las restricciones cambiarias que entorpezcan la expansión del comercio mundial.
- V. Infundir confianza a los países miembros poniendo a su disposición temporalmente los recursos del Fondo bajo las garantías adecuadas, dándoles así la oportunidad de que corrijan los desequilibrios de su balanza de pagos *sin recurrir a medidas perniciosas* para la prosperidad nacional o internacional.
- VI. De acuerdo con lo que antecede, acortar la duración y aminorar el grado

²² Pedro Paz (1983:125) plantea que dado el sistema de votación, Estados Unidos se reservaba el derecho de veto respecto del Convenio Consultivo del FMI.

²³ A pesar de haber transcurrido casi 60 años desde Bretton Woods, los objetivos formales del FMI, no han sido modificados. Las cursivas son nuestras.

de desequilibrio de las balanzas de pagos de los países miembros.²⁴

De los Acuerdos surge también, entre otras instituciones, el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento (BIRF) – ahora Banco Mundial (BM). – Su objetivo, según su Convenio Constitutivo, era “la ayuda a la reconstrucción y fomento de los territorios de los países miembros, facilitando la inversión de capital”.

Para Jesús de la Iglesia (1996: 131 – 150) el Banco era el organismo encargado de proveer financiamiento para el desarrollo, sus objetivos respondían a la necesidad de iniciar la inmediata reconstrucción de los países afectados por el desarrollo de la Segunda Guerra Mundial, para que pudieran desarrollarse en ellos cualquier actividad económica, canalizando fondos que faciliten la inversión pública o privada y, ayudar a los países más atrasados (durante ese periodo se calculaba el 75% de la población mundial).

Pero su papel es desplazado por la hegemonía de la economía estadounidense, reflejado en las ayudas bilaterales de Estados Unidos. Lichtensztejn y Baer (1986: 126) señalan que mientras que el BIRF prestó menos de 800 millones de dólares hasta 1945, los créditos y donaciones norteamericanos, amparados en el Plan Marshall alcanzaron la cifra de 46,800 millones de dólares. Esto produce un giro en el objetivo del Banco, lo que provocó la formación de una nueva institución: el BIRF junto con seis instituciones financieras integrarían el Grupo del Banco Mundial (BM),²⁵ dentro de la construcción de un nuevo SMI.

Desde una perspectiva teórica, el FMI, fue diseñado en la libre circulación de mercancías entre los países (Lichtensztejn y Baer, 1986:64), donde para el cumplimiento de los Acuerdos, era necesario garantizar dos procesos

²⁴ Para René Villareal (1986:197) “como se puede observar, el articulado del Convenio deja mucho lugar a la interpretación, por lo que la orientación del FMI puede desembocar fácilmente en un mayor endurecimiento de sus políticas, según se trate de diversos países o circunstancias”. Situación que trataremos de ilustraremos en seguida y, hasta el final del apartado.

²⁵ Para un análisis de la transformación, de las funciones y el papel del BIRF al BM, ver a Jesús de la Iglesia (1996), Pablo Bustelo (1996: 151 – 168), Xavier Arrizabalo (1997: 43 – 46); Lichtensztejn y Baer (1986) y G. Vidal (2001). Al parecer en los años recientes, las preocupaciones sociales del Banco, se han modificado. Estos autores presentan una evaluación en cuanto al papel del BM en los diseños de las políticas de ajuste, en particular para los países de América Latina, a partir de la década de los setenta, de sus implicaciones y de su significado estructural.

fundamentales para la regulación monetaria: la liquidez y el ajuste

(Aglietta, 1987:85).

En el primero, se planteaba la posibilidad de que el FMI realizará operaciones de préstamo en divisas a sus miembros, para ayudarles a salir de problemas financieros, durante los períodos en los que sus cuentas corrientes estuviesen en déficit.

Mientras que en el segundo, se plantaban paridades ajustables, esto es, que a pesar de que los tipos de cambio de cada país eran fijos, podían modificarse (devaluarse o revaluarse respecto al dólar) si el Fondo estaba de acuerdo en que la balanza de pagos del país estaba en una situación de *desequilibrio fundamental*. Ambos procesos se cumplieron con diferente profundidad y con carácter discrecional, y son señalados como una de las posibles causas del colapso del RBW.²⁶

Repasemos algunos de los Artículos. En el IV, se trata de la paridad de las monedas y de la definición y la garantía de los cambio fijos; donde la paridad de la moneda de cada gobierno miembro será expresada en términos de oro, tomado cómo común denominador, o en dólares de Estados Unidos, según el peso y la ley en vigor el primero de Julio de 1944 (Raffer, 2004:114).

Se establecía, a la vez, un mecanismo para defender las paridades por medio de un límite de las fluctuaciones de los valores de mercado, "los valores máximos y mínimos aplicables a las transacciones de cambio de las monedas de los miembros, efectuadas en sus territorios, no deberán apartarse de la paridad en más del uno por ciento en el caso de transacciones de cambio al contado," (Paniagua, 1995: 72) siendo su regla general.

Pero, también existía una cláusula de excepción, "se aceptaba que no cumple esta obligación todo miembro cuyas autoridades monetarias, para el pago de las

²⁶ En el apartado 1.1.2, del presente capítulo se ahondará más sobre los mismos.

transacciones internacionales, compren o vendan libremente oro al curso correspondiente a la paridad, más o menos un margen prescrito por el fondo.” Por lo que todo banco central que compre y venda oro contra su moneda a la paridad – oro declarada, se ve liberado de intervenir sobre los mercados de cambio (Serulle y Boin, 1984:26 – 27).

Mientras que la convertibilidad de las monedas, era establecida en el Artículo VIII de los estatutos del FMI, en los siguientes términos, “todo país miembro deberá comprar los valores que otro miembro detente de su propia moneda” y que “el miembro comprador podrá pagarla tanto en la moneda del país que la solicita como en oro” (Paniagua, 1995: 72 – 75).

Lo que significaba que se podía intercambiar una moneda nacional por otra, para pagar, por ejemplo, mercancías compradas en el extranjero o para repatriar a su nación un ingreso generado en otro país. Todos los países se verían obligados a eliminar el control de cambio para operaciones corrientes.

El único banco central que se vio liberado de intervenir para estabilizar su moneda, liberándose de injerir sobre los mercados de cambios, fue el banco central de Estados Unidos, la FED. A finales de 1947, declaró que su país vendería y compraría oro contra dólares al precio de 35 dólares la onza.

Como consecuencia Estados Unidos, se comprometía a garantizar la convertibilidad del dólar en oro, era de hecho el único país que podía mantener su moneda convertible, liberándolo de uno de los procesos de la regulación monetaria internacional: la liquidez.

Lo que significaba imponer el dólar como divisa clave en las relaciones monetarias internacionales. El buen funcionamiento del sistema dependía mucho de alternativas discrecionales, de carácter nacional, por parte de Estados Unidos, en un marco de institucionalismo supranacional y de un régimen de divisa clave (Aglietta, 1987:85).

La historia señala que sólo los países desarrollados estuvieron en capacidad de

respetar cada una de las reglas establecidas en Bretton Woods, a través, de su mayor capacidad productiva, de su volumen de intercambios internacionales, y de su mayor cantidad de reservas de oro y divisas (Serulle y Boin, 1984; Agietta, 1987) .

En particular, la posición dominante del dólar en el SMI permitió a Estados Unidos, ampliar su crédito y poner en circulación por todas las regiones del mundo una cantidad considerable de dólares, al tener como unidad monetaria una moneda de reserva, “permite al país que la detenta obtener riquezas en otros países sin pagarlas o mejor dicho haciéndolas pagar a dichos países” (Serulle y Boin, 1984:62 – 63).

El dólar sustituyó al oro como patrón internacional, estableciéndose como la fuente de liquidez internacional. Como consecuencia, su oferta a nivel internacional dependía de la posición de balanza de pagos estadounidense. En tales condiciones, la oferta de reservas internacionales dependía exclusivamente de las decisiones de la política de Estados Unidos, mismas que se tomaban luego de consideraciones puramente internas.

La economía estadounidense arrojaba anualmente grandes saldos favorables en su cuenta comercial y corriente, los cuales se utilizaban para realizar sus compromisos militares y políticos a nivel mundial – bases militares y ayuda extranjera – y financiar las inversiones en el extranjero realizadas por sus corporaciones, quienes aparecían como las principales beneficiadas (Serulle y Boin, 1984:66).

Estas partidas, sin embargo, superaban la cuantía de los saldos favorables mencionados, y el resultado era un déficit que debía ser cubierto mediante una erosión anual en sus reservas de oro. Tal déficit tenía su contraparte en crecientes reservas de dólares en los bancos centrales de otros países, reservas que eventualmente no pudieron ser respaldadas por las reservas de oro de Estados Unidos, al tipo de cambio vigente (Puyana, 2002).

Para Aglietta (1987:89) en lo expuesto hasta aquí, “estaba el talón de Aquiles del

sistema de Bretton Woods, la acumulación de tensiones que roía subterráneamente al sistema”. La liquidez del SMI, estaba sujeta a las necesidades internas de la economía estadounidense, mientras que el otro principio para garantizar los Acuerdos era el proceso de ajuste, también, dependía de medidas discrecionales de este país.

El SMI, y con el FMI, se gestaron, en el momento en que Estados Unidos era la potencia hegemónica mundial, en los planos económico, financiero, político y militar. Entonces, el FMI fue creado con el propósito de ordenar y estabilizar las relaciones comerciales y financieras internacionales y de regularlas en función de una mayor expansión de su economía y del conjunto de la economía capitalista (Serulle y Boin, 1984; Paz, 1983; Lichtensztejn y Baer, 1986). Además había que enfrentar un enemigo común de Estados Unidos e Inglaterra: la URSS.

1.1.1 La gestión cambiaria: régimen cambiario fijo, control de los capitales a corto plazo y ajuste de la balanza comercial.

En el contexto del RBW, se reconocía la necesidad de institucionalizar el principio de cooperación financiera internacional para estimular el nivel de comercio internacional y de inversión, en el marco del libre mercado, en donde algunos de sus objetivos más importantes, como se apuntó, fueron la promoción de la estabilidad de los tipos de cambio y la cooperación en el establecimiento de un sistema multilateral de pagos para las transacciones corrientes.

Se concebía al comercio internacional como un conjunto de transacciones libres realizadas en un gran mercado en que se supone funcionada la competencia perfecta, donde “el tipo de cambio no debería significar ninguna barrera a la realización normal y equilibrada de dichos intercambios”. (Lichtensztejn y Baer, 1986:67), que bajo condiciones de movilidad acotada de los flujos de capital, el tipo de cambio dependía de las condiciones de oferta y demanda de las importaciones y exportaciones que realiza una economía con el resto del mundo.

De modo tal, éste se determinaba por la productividad de un país con relación al resto del mundo, donde un tipo de cambio “correcto” asegura un equilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sus variaciones afectan, entonces, los precios de las importaciones y exportaciones, modificando los costos de producción y, consecuentemente el precio de las mercancías.

Por lo que se consideraba al tipo de cambio como una variable determinante de los flujos comerciales de un país. Se buscaba que los países en desarrollo alinearan el tipo de cambio en función de los diferenciales de precios con los de su principal socio comercial y mejorar la posición competitiva de la producción nacional, vía precios relativos,²⁷ entonces, sobrevaluaciones o subvaluaciones distorsionan costos y precios de las mercancías, convirtiéndose el tipo de cambio

²⁷ Sin embargo, como lo destaca René Villareal (1986:216 – 217), la dinámica de las exportaciones e importaciones, va más allá de la manipulación de los precios y costos relativos, estas, en última instancia, están ligadas más a las necesidades y desajustes estructurales de crecimiento. En el apartado 3, expondremos algunos ejemplos de México.

en un instrumento para influir en el crecimiento económico. La recomendación de política económica tradicional era la devaluación de la moneda nacional, en sintonía con el déficit de la balanza comercial.

La devaluación del tipo de cambio, es una medida que teóricamente tiene por objeto elevar los precios relativos de los bienes comerciables respecto a los que no lo son. El supuesto implícito es que la elasticidad de la balanza de cuenta corriente hará que responda favorablemente a variaciones en el tipo de cambio. Se hablaba entonces de un “tipo de cambio competitivo”.

Un aumento del él significaba una mejora de competitividad,²⁸ los precios extranjeros expresados en moneda nacional aumentaban en relación a los precios de los bienes producidos en el interior del país y, viceversa en una reducción. Por lo que se sostenía que era posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local, en el objetivo de abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial. Las políticas de tipo de cambio, tenían un amplio reconocimiento, como se les concede a las políticas fiscal y monetaria, debido a la modalidad del sistema monetario internacional construido en el RBW,²⁹ que reflejaba un mínimo acuerdo institucional del efecto de sus variaciones.

Por lo que la política cambiaria se evaluaba dentro de una estrategia que busque fomentar la producción y generar empleo, a través de utilizarlo como un instrumento de política industrial, monetaria, crediticia y fiscal.

Sin embargo, como se vera más adelante, sólo los países desarrollados podían en

²⁸ Sin embargo, el FMI (1987) advertía, que la inadecuada utilización de este mecanismo podría desalentar la expansión del comercio mundial e inclusive llevar a prácticas competitivas no deseables. Nuevamente, los criterios para determinar la “inadecuada” utilización, eran de carácter discrecional.

²⁹ “Durante el periodo del RBW, se reconocía generalmente que los principales objetivos de política económica eran básicamente mantener bajos niveles de desempleo, bajas tasas de inflación, niveles relativamente altos de crecimiento sostenido y un saldo externo (positivo o negativo) “satisfactorio”. Para ello se contaba con instrumentos de política monetaria y fiscal que, con algún margen de error, permitían acercarse a una combinación socialmente aceptable de los mismos” (Puyana, 2002:205 – 206).

los hechos utilizar este mecanismo para favorecerse del comercio internacional,³⁰ “violando los principios de beneficio recíproco y competencia en que se debiera sustentar (los acuerdos)” (Lichtensztejn y Baer, 1986:68).

Entonces, el tipo de cambio cumplía la función de un instrumento de redistribución de los recursos en las transacciones de comercio exterior, y *no necesariamente*, como la señala la teoría, entre los bienes comerciables y los que no lo son, de un país, para que de esta manera se redujera su déficit, sino, en beneficio de los países desarrollados.

Los enfoques teóricos en la determinación del tipo de cambio, estaban de una otra forma vinculadas al FMI, ya sea por tratarse de trabajos de investigación desarrollados por sus propios técnicos, aunque firmados a título personal o ser investigaciones auspiciadas por el propio Fondo.³¹ Estos trabajos estaban asociados con el comportamiento en la balanza comercial. Su objeto de análisis, era el desequilibrio de la balanza de cuenta corriente y comercial de la balanza de pagos.³²

Sostenían que el mercado de divisas es un mercado similar al de cualquier otro bien y el tipo de cambio de una moneda, en consecuencia, estaría determinado por la oferta – flujo y la demanda – flujo de dicho mercado. Los movimientos del tipo de cambio se explican por el comportamiento de la balanza comercial, es decir, por la evolución de las variaciones de la relación de intercambio.

³⁰ “El FMI ha permitido que los países superavitarios no se ajusten, mientras que ejerce una fuerte presión para el ajuste de los deficitarios, particularmente sobre los países en desarrollo” (Villareal, 1986:197).

³¹ Lichtensztejn y Baer (1986:69) y R. Villareal, (1986:182) apuntan que el pensamiento clásico del FMI se encuentra E.M. Berstein, Sidney S. Alexander, y J.J. Polak, en sus aspectos prácticos, éste último, ideó la aplicación de políticas consecuentes con el enfoque monetarista de la balanza de pagos, para ser especificadas dentro de los convenios de asistencia financiera del Fondo.

³² En principio, se establecía que los flujos internacionales de capital se encontraban regulados, pero algunos planteamientos teóricos, también toman en consideración los movimientos en la cuenta de capital. Fleming (1962) y Mundell (1963,1968) incorporaron el análisis del tipo de cambio en un contexto macroeconómico en el que aquél se determinaba junto al tipo de interés y el nivel de producción, dando lugar al denominado *modelo Mundell-Fleming* (Bajo, 1993:180). Debe destacarse que el papel jugado por los flujos de capital de corto plazo, durante este período, no era ni remotamente comparable al rol preponderante asumido por dichos flujos en la actualidad.

Así los planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio están estrechamente asociados con los diversos enfoques que se tengan sobre el mecanismo de ajuste de la balanza de pagos, esto es, sobre los desequilibrios en sus distintas cuentas: la cuenta corriente y la cuenta de capital, en donde son variados, y se pueden distinguir entre aquellos que se derivan de la teoría económica neoclásica y los que provienen de la macroeconomía keynesiana. Donde, precios e ingresos, son a decir de cada uno de los enfoques, los determinantes del tipo de cambio.

Entre en los primeros se encuentran “el enfoque de desplazamiento” y “el enfoque monetario”, mientras que en los segundos encontramos a “el enfoque elasticidades”, “el enfoque ingreso – absorción”. Conocidos, en su conjunto dentro de la teoría económica, como enfoque de flujos o tradicional.³³

Para el Fondo,³⁴ el tipo de cambio funcionaba como una herramienta de ajuste de la balanza comercial, se utilizaba para corregir el déficit de comercio exterior; por el contrario, cuando una cuenta corriente era superavitaria, se debería revaluar su moneda. René Villareal (1986: 1999 – 200), llama la atención que durante los primeros años de funcionamiento el FMI no hacía un análisis explícito del origen y de la evolución del desequilibrio externo en los países en desarrollo sino que, con base en la supuesta efectividad de un solo mecanismo de ajuste, determinaba implícitamente que la causa del desequilibrio en esencia era un desajuste monetario.

Hasta entonces, la norma aceptada era que las bases de un sistema de relaciones económicas equilibradas radicarían en definitiva, según el FMI, en el equilibrio interno de cada uno de los países, basado en un control del lado de la demanda agregada.

³³ En el apartado dos se desarrollaran formalmente.

³⁴ En ese sentido véase a Samuel Lichtensztein (2001). *Pensamiento económico que influyó en el desarrollo latinoamericano en la segunda mitad del siglo veinte*, en Comercio Exterior, Vol. 51, núm. 2, febrero, México, págs. 91 – 99.

Si los déficit no tenían probabilidades de desaparecer, los países miembros deficitarios deberían tomar medidas internas para ajustarlos, por medio de políticas fiscales y monetarias contraccionistas, ya que, en opinión del Fondo, el déficit externo de los países en desarrollo usualmente es causado por un crecimiento de la demanda mayor que el de la oferta; por tanto, los programas de ajuste deben de incluir políticas para controlar el crecimiento de la demanda agregada.

Donde la libre convertibilidad ³⁵ de las divisas solo se aplicaba a las transacciones en bienes y servicios, es decir, a la cuenta corriente. Se permitía alterar el tipo de cambio solamente cuando se creía necesario corregir un *desequilibrio fundamental*. ³⁶ El término no estaba definido en los artículos del Acuerdo, pero se entendía de naturaleza de largo plazo, estructural, por cambios en las relaciones de intercambio (déficit persistentes en la cuenta corriente), o por diferenciales de productividad entre naciones; distinguiéndolos de aquellos de características temporales.

Se establecía que el FMI supervisaría los ajustes en forma ecuaníme y aportaría liquidez de corto plazo a los miembros con problemas de balanza de pagos, mientras que el BM, sería el conducto principal para los préstamos intergubernamentales de largo plazo (D. Félix, 1996).

Se suponía que los países deficitarios podían devaluar su moneda, lo que les permitía a los países en desarrollo encarecer y disminuir el crecimiento de importaciones e incrementar las exportaciones para reducir las presiones sobre el sector externo. Aunque formalmente los acuerdos eran simétricos, la realidad era asimétrica.

El FMI carecía de influencia para disciplinar a las potencias industriales, cuando estas se negaban a revaluar su moneda en presencia de superávits persistentes

³⁵ David Félix (1996) y Varela (1996), sostienen que sólo a partir de 1959 y hasta 1970, la plena convertibilidad de la cuenta corriente se hizo plenamente operativa. La mayoría de los países europeos no reinstauraron la convertibilidad hasta finales de 1958, seguidos de Japón en 1964.

³⁶ Para algunos investigadores, en "realidad nunca se precisó esta distinción que por demás es muy difícil, por no decir imposible de hacer." (Sacristán, 1983:150)

en la cuenta corriente, o procedían a devaluar unilateralmente, cuando sus intereses así lo requerían.

Como contrapartida, su influencia en los países en desarrollo era abrumadora, ya que condicionaba la concesión de créditos urgentes a la adopción de un patrón de políticas económicas consignadas en las famosas "Cartas de Intención". (Puyana,2002b)

En consecuencia, en opinión de David Félix (1996), las normas de Bretton Woods se aplicaron de forma relajada. Para Lichtensztejn y Baer (1986) y De Bernis (1988), existía una dicotomía entre el espíritu de las reglas y lo que en la práctica existió. Las normas se aplicaron en forma asimétrica, el ajuste recaía en los países deficitarios, que fijaban su paridad en dólares, manteniendo sus reservas en dicha moneda y la utilizaban para intervenir en los mercados, subordinando su política a largo plazo al mantenimiento de la paridad y, por tanto ajustándose al ritmo de inflación de Estados Unidos, país con moneda de reserva.

Las actuaciones del Fondo estaban enfocadas al mantenimiento de la estabilidad cambiaria y, cuando esto resultaba imposible, el Fondo debía autorizar el ajuste de la paridad, para financiar desequilibrios transitorios de la balanza de pagos, siempre aplicando normas simétricas ante una realidad asimétrica. Las disposiciones del Acuerdo tendían a promover el libre comercio de bienes pero los movimientos de capital privado se consideraban potencialmente perjudiciales y en consecuencia se mantuvieron controlados.

El principio de convertibilidad hacía que las preferencias nacionales se beneficiaran de la libertad del intercambio de mercancías controlando los movimientos de capital. La razón de ser de dichos controles se basaba en las desastrosas experiencias del periodo entre las dos guerras mundiales, cuando los flujos de capitales internacionales contribuyeron a la desestabilización y derrumbe del sistema de patrón oro, y a la desintegración del comercio multilateral (Puyana, 2003; Félix , 1996).

Por tal motivo, se considera que el RBW se planteaba como indispensable

disminuir hasta un mínimo los movimientos especulativos ³⁷ de capital, a fin de restaurar el comercio mundial de bienes y servicios.

“Los creadores de Bretton Woods estaban convencidos de que los flujos especulativos habían desestabilizado el sistema de cambio basado en el patrón oro después de la Primera Guerra Mundial, lo que contribuyó de manera fundamental a su desintegración y a la descomposición paralela del comercio multilateral durante los años treinta (...) el sistema monetario de Bretton Woods se construyó sobre las premisas de que las tasas de cambio estables eran esenciales para restaurar un comercio multilateral relativamente libre y la inversión extranjera a largo plazo después de la guerra, y que se requerirían medidas de control sobre los capitales como factor permanente de disuasión contra la especulación monetaria que amenazaba la estabilidad de los tipos de cambio.” (Félix, 1996:152 – 153)

Esta preocupación se puede observar en Keynes. En su Propuesta para un Fondo de Compensación, en el apartado seis, “El control de los movimientos de capital”, sostiene que hay consenso en cuanto a que el control de los movimientos de capital, por los riesgos que pueden generar tanto los que fluyen al interior como al exterior de un país. Pero, advierte, que “el establecimiento universal de un control de movimientos de capital no puede vérselo como esencial para el funcionamiento del Fondo de Compensación, cada país decidirá el método y el grado para de dicho control” (Keynes, 1997:36 – 37).

Si bien es cierto que el Convenio Constitutivo del FMI, no se encuentra establecido

³⁷ La especulación puede definirse como la actividad de prever la psicología del mercado, es decir, es descubrir lo que la opinión media cree que será la opinión media. Un inversionista está poniendo sus esperanzas, no tanto en su rendimiento probable de su inversión, sino en un cambio favorable en las bases convencionales de valorización. Al inversionista exitoso (especulador) le concierne anticipar lo que todos los demás en el mercado creerán que los demás creen; en lugar de centrarse en los determinantes fundamentales del mercado en cuestión, es una operación que no tiene otra finalidad que el beneficio que engendra, en este sentido, todo capital es potencialmente especulativo. La idea original se encuentra en Maynard, Keynes J. (1997). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, FCE, México, decimocuarta reimpresión, págs. 144 – 145. Algunos lo llaman *efecto especulativo*, que es provocado por compras anticipadas (de bienes y activos), al existir algún tipo de información sobre la futura medida del tipo de cambio y esperar, alguna modificación del nivel de precios, (Fernández, et al., 1999). Se trata, simple y llanamente, de sacar partido de la modificación del precio de un activo (H. Guillén, 1997:873).

como tal, un control de los flujos de capitales, las realidades mostradas durante el proceso de vigencia del RBW, lo revelaban así. Diversos economistas, Aglietta, Félix, Eatwell, Puyana, Chapoy, Eichengreen, Krugman y Obstfeld, desde diferentes ópticas teóricas lo plantean en los siguientes términos.

Para Krugman y Obstfeld (2001:565) “la experiencia de 1918 a 1939 había llevado a los gestores de la política económica a considerar los movimientos de capital privado como un factor esencial de la inestabilidad económica, y temían que los movimientos especulativos del “dinero caliente” entre las fronteras nacionales pudiesen sabotear su objetivo de libre comercio basado en los tipos de cambio fijos. Al insistir en la convertibilidad de sólo las transacciones corrientes, los diseñadores del sistema de Bretton Woods esperaban facilitar el libre comercio, al mismo tiempo que evitaban la posibilidad de que los flujos de capital privado pudieran endurecer las restricciones externas, a las que se enfrentaban los administradores de la economía”.

David Félix (1996), sostiene que se utilizaron controles de capital, por medio de su Artículo IV, que disponía además que el FMI suspendiera créditos si estaban financiando la fuga de capitales del país prestatario. Con lo que se apoyo a restaurar un comercio multilateral relativamente libre y fomentar la inversión extranjera directa a largo plazo. Según John Eatwell (1996:4 – 5), la “liberalización de los movimientos internacionales de capital no era uno de los objetivos del Acuerdo de 1944 que estableció el FMI”.

Eichengreen (2000:133), señala que, los controles de capitales fueron el único elemento que funcionó más o menos como se había planeado. Las circunstancias propiciaron que los gobiernos intervinieran frecuentemente en sus economías y sus sistemas financieros, a través de toques a los tipos de interés, limitaciones a los activos en los que podían intervenir los bancos; regulación de los mercados financieros para canalizar el crédito hacia los sectores estratégicos. Lo que conformaba una “serie de diques y esclusas donde se domeñaban los embravecidos rápidos”.

Mientras Chapoy (2001; 2004), mantiene que el RBW tenían como finalidad poner

fin a los obstáculos para la que la economía mundial pudiera prosperar. Dos de estos obstáculos eran la inestabilidad monetaria y controles a los movimientos de capital.

Para Aglietta (1987:91) “el control de los capitales a corto plazo prohibía los sobreajustes y las dinámicas perversas, trataba adecuadamente los tiempos de reacción indispensables para que el comercio exterior respondiera a las variaciones de tasa de cambio”, en ese sentido, para el autor, “el control de capitales a corto plazo (...) era una de las piezas maestras del régimen monetario de Bretton Woods”.

1.1.2 Fin del Acuerdo y del régimen cambiario fijo.

Algunos investigadores señalan que en el derrumbe ³⁸ de los Acuerdos se encuentran factores y procesos que influyeron desde su origen, destacándose el papel que jugó la economía estadounidense.

Se señala, desde el cambio en sus cuentas externas; la función de sus corporaciones, hasta los que destacan el aspecto técnico como la primera debilidad del RBW y, la principal causa de su derrumbe, donde al RBW no le proporcionaron suficiente liquidez al FMI y este nunca pudo realmente asumir el papel de banquero de última instancia a nivel internacional, tal rol lo asumió la Reserva Federal de Estados Unidos, el dólar sustituyó al oro como patrón internacional.

Lo que técnicamente representaba el eventual colapso del sistema, generando problemas de liquidez, confianza y de ajuste en las cuentas externas, condiciones que no permitían que los Acuerdos se cumplieran, además de un cambio de las fuerzas políticas y económicas que permitieron su construcción. Repasemos algunas:

³⁸Se han realizado numerosos trabajos para evaluar el fin de Bretton Woods, además su estudio ha sido realizado por autores de muy diversos enfoques teóricos, entre otros, están: Paniagua (1995) ofrece un estudio utilizando la teoría de juegos, con el dilema del prisionero en las relaciones económicas internacionales; Aguirre (2004) retoma la controversia White – Keynes, destacando lo paradójico del resultado, en donde no se retomó la propuesta de Keynes en los Acuerdos que ordenaron al sistema monetario internacional; en este mismo sentido Galindo (1996) analiza el papel y las consecuencias de Keynes en los Acuerdos, destacando sus implicaciones de política económica. Krugman y Obstfeld (2001:563 – 578), sostienen que el sistema de paridades fijas hacia difícil a los países alcanzar, simultáneamente, el equilibrio interno y externo, “la historia del colapso del sistema Bretton Woods, es la historia de los fracasados intentos por parte de los países para reconciliar el equilibrio interno y externo con las reglas del sistema”; los autores ilustran lo anterior en tres momentos en la vida del RBW, 1958 – 1965, 1965 – 1968 y, 1968 – 1973. Para otros, la ruptura de los Acuerdos se inició desde su origen, en el papel que jugó la economía estadounidense. Destacan desde el cambio en el papel de sus cuentas externas; hasta la función de la Reserva Federal de los Estados Unidos, que asumió el papel de institución garante de la liquidez mundial con lo que el dólar reemplazaría al oro, entre otros se encuentran Lichtensztein y Baer (1986) y; Pedro Paz (1983). Mientras que Eihengreen (2000a:131 – 192), es menos optimista de los logros en los Acuerdos. La idea de que Bretton Woods concilió la estabilidad de los tipos de cambio con los mercados abiertos fue en gran medida una ilusión, la facilidad del ajuste no fue una causa del elevado crecimiento sino una consecuencia. Existió inversión exterior a pesar de – no a causa de – las implicaciones de Bretton Woods.

Después de haber sufrido varias crisis y depresiones,³⁹ al término de la Segunda Guerra Mundial, la economía estadounidense presentaba el cuadro siguiente : sus reservas de oro en 1938 eran el 65% de las registradas a nivel mundial (24.300 millones de dólares de un total de 36.900) luego de la guerra poseía el 70%, tenía la tasa de crecimiento y productividad más alta, producía poco más del 51% de la producción manufacturera mundial, 66% de la producción mundial de petróleo, cerca del 60% del comercio mundial y poco más del 30% de las exportaciones mundiales (Aguirre,2004).

La flota mercante estadounidense comprendía el 52% del tonelaje mercante mundial en 1947.⁴⁰ (Aguirre, 2004) Los gastos de defensa de Estados Unidos, de 1939 a 1945, aumentaron de 1,075 millones de dólares a 81, 277 millones, representando un 12.2 % del presupuesto total en 1939 y un 82.7% en 1945 (Serulle y Boin, 1984:44).

Lo que puso de manifiesto la clara hegemonía estadounidense en la definición del reordenamiento internacional.⁴¹ El RBW ofreció a Estados Unidos la oportunidad de “imponer un orden monetario mundial que fuera la proyección de su concepto de las relaciones internacionales en el futuro” (Aglietta, 1987:83). Pero el orden económico que propició la construcción de los Acuerdos de Bretton Woods, experimentaba un cambio en la correlación de fuerzas, lo que sin duda reflejaba en realidad, un problema de orden económico: el inicio de la crisis

³⁹ “En 1929, Estados Unidos aportaba un 48.5% de la producción industrial del mundo capitalista. En 1938, esta proporción cayó a un 32.2%. También se redujo su posición en el comercio mundial, pasando sus importaciones a representar, en el periodo que cubren los años indicados, de un 12.2% de las importaciones del mundo capitalista a un 8.1% y sus exportaciones de un 15.6% a un 13.4%” (Serulle y Boin, 1984:42 – 46).

⁴⁰ Mientras sus más cercanos competidores, Europa Occidental y Japón, se encontraban completamente devastados por el impacto de la guerra en su propio territorio.

⁴¹ Una vez más, “el sistema monetario internacional se reorganizó en Bretton Woods en base al poder económico, financiero y político de Estados Unidos, extendiendo internacionalmente la hegemonía de su moneda y sus políticas. En este sentido, puede afirmarse que el FMI y el BM – más que reguladores del sistema de relaciones internacionales – fueron inicialmente forjados como instrumentos de esa dominación estadounidense. La gran diferencia con el pasado inglés es que esa hegemonía logró legitimarse en instituciones y mecanismos multilaterales que se definieron, proclamaron y hasta hoy se proyectan como de cooperación internacional”. (Lichtensztein y Baer 1986: 31). Pedro Paz (1983:125 – 126), sostiene que “desde el punto de los intereses de Estados Unidos, la creación del FMI significa asegurar su hegemonía sobre el SMI”, mismo que era intrínsecamente inestable, pero sirvió eficazmente como instrumento para transferir recursos reales sin contrapartida financiera hacia la economía de Estados Unidos.

de largo plazo, en el principio del fin de los Acuerdos de Bretton Woods .⁴²

Como se apuntó anteriormente, durante la década de los cincuenta, Estados Unidos poseía la industria más moderna del mundo. En la década de los sesenta, las economías alemana y japonesa, no sólo alcanzaron una productividad comparable a la estadounidense, sino que la superaron ampliamente, visto a través del comportamiento de las exportaciones (véase cuadro 1).

Las exportaciones norteamericanas, representaban un 18.4% del comercio mundial en 1950, descendieron a un 15.5% en 1970. En 1971, su balanza comercial, por lo general con signo positivo, pasó a ser deficitaria (Serulle y Boin, 1984:68).

Cuadro 1
Exportaciones, 1960 – 1978.
(porcentaje)

	1960	1965	1970	1975	1978
Estados Unidos	14.90	14.60	13.70	12.30	10.90
RFA	8.20	9.50	10.90	10.30	11.10
Otros CCE	24.00	29.00	25.00	24.80	23.50
Japón	3.00	4.50	6.10	6.40	7.80

Fuente: Serulle José y Boin Jacqueline (1984). Fondo Monetario Internacional : deuda externa y crisis mundial, IEPALA , Madrid, pág. 68.

Como resultado del déficit creciente de la balanza comercial, de los enormes gastos militares, de los préstamos a los países en desarrollo y de Europa y de sus inversiones directas en la economía internacional, el déficit de la balanza de pagos estadounidense se profundizó rápidamente. De 1950 a 1970, el déficit se situó en

⁴² Más tarde, en el capítulo tres, regresaremos sobre el tema, mientras tanto para algunos autores esta crisis puede ser caracterizada como *crisis del modo de regulación* vigente desde la posguerra. El concepto *modo de regulación* se refiere al conjunto estructurado de articulaciones y procedimientos sociales utilizados por el capitalismo en cada fase de su desarrollo, para hacer frente a las contradicciones del proceso de acumulación del capital. (De Bernis, 1988; Guillén, 2000; Vidal, 1987). Además en diversos textos de G. Vidal, (2000, 1992, 1987, 1986) analiza el trabajo de crisis.

más de 60 mil millones de dólares.

Hasta entonces, el déficit de la balanza de pagos de Estados Unidos era financiado por las economías europeas, a partir de 1971, parte de las cuentas externas, tuvieron que ser financiadas con el oro de las reservas estadounidense, las que se redujeron de 24,000 millones a 11,000 entre 1950 y 1970 (Serulle y Boin, 1984:68 – 71).

Las reservas de oro en el año de 1952 representaban el 69% de las reservas internacionales, para 1969 era del 49% y, en 1971 constituían el 29%. En contraste con el oro, la participación de las divisas en las reservas internacionales sube moderadamente durante los cincuenta, al pasar del 27% en 1952 al 30% en 1960; comenzaba a acelerarse en la primera mitad de los sesenta, para 1971, las divisas constituían el 59% del total de las reservas internacionales (véase cuadro 2).

Donde el dólar era divisa más importante, entre 1949 y 1971, la participación porcentual de la libra disminuye del 15% al 6%, a diferencia del dólar, que aumenta del 7% al 40%. (Arrizabalo, 1997: 35) A la vez que las reservas de oro de Estados Unidos y de los pasivos externos oficiales en manos de los bancos centrales de los restantes países (oro / pasivos) fue descendiendo paulatinamente, lo que fue deteriorando la confianza en la convertibilidad del dólar en oro (véase grafica 1).

Lo anterior dio origen a una contradicción conocida como “Dilema de Triffin,” formulada por el economista de su nombre a finales de la década de los 50. Robert Triffin llamó la atención sobre el hecho de que una vez que las tenencias extranjeras oficiales de dólares fueran muy grandes con relación al valor oficial de la reserva de oro estadounidense, sería imposible satisfacer la demanda

extranjera de oro sin elevar el precio real de ese metal. ⁴³ El dilema planteaba la imposibilidad por una parte de Estados Unidos de lograr un dólar fuerte y al mismo tiempo de dotar al mundo de liquidez internacional suficiente para el comercio internacional (Puyana, 2000b).

Cuadro 2

Composición y nivel de las reservas Internacionales, 1948– 1973.

Año	Total	Oro	%	Divisas	%	Posición en el Fondo	%	DEG	%
1948	49.5	34.5	69.7	13.4	27.1	1.6	3.2	-	-
1950	50.3	35.3	70.2	13.3	26.4	1.7	3.4	-	-
1952	51.8	35.8	69.1	14.2	27.4	1.8	3.5	-	-
1954	55.4	36.9	66.7	16.7	30.1	1.8	3.2	-	-
1956	58.2	38.1	65.5	17.8	30.6	2.3	4.0	-	-
1958	57.6	38.0	66.0	17.0	29.5	2.6	4.5	-	-
1960	60.2	38.0	63.1	18.6	30.9	3.6	6.0	-	-
1962	63.1	39.3	62.3	19.9	31.5	3.9	6.2	-	-
1964	69.9	40.8	58.3	23.7	33.9	5.4	7.7	-	-
1966	71.7	40.9	57.0	24.6	34.3	6.2	8.6	-	-
1968	77.4	38.9	50.2	32.0	41.3	6.4	6.3	-	-
1969	78.2	39.1	49.9	32.4	41.4	6.7	8.5	-	-
1970	92.6	37.1	40.1	44.6	48.1	7.6	8.3	3.1	3.3
1971	130.5	39.1	29.9	78.1	59.8	6.8	5.2	6.3	4.8
1972	158.7	38.1	24.4	103.6	65.2	6.8	4.3	9.4	5.9
1973	182.7	43.1	23.6	121.4	66.4	7.8	4.0	10.5	5.8

Fuente: FMI.

Tomado de: Varela Parache Félix y Varela Parache Manuel y (1996). Sistema Monetario y Financiación Internacional, Pirámide, Madrid.

⁴³ Los bancos centrales detenían dólares ya que estaban convencidos que eran convertibles en oro a un precio fijo y garantizado por el stock de oro americano. De ahí que la economía mundial se enfrentara a un dilema. O bien el déficit de pagos americano era débil y el crecimiento de la economía mundial se vería limitado por una penuria de liquidez. O bien, por el contrario, el déficit era importante, pero aumentaba las posibilidades de que al cabo de cierto tiempo los poseedores internacionales de dólares se inquietaran y demandaran su conversión en oro" (Puyana, 2000b). Ver el escrito original Triffin, Robert, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, 1960, pág. 40.

Gráfica 1



Fuente: Tomado de www.joaquinpi.com

Mientras que Estados Unidos perdían progresivamente el control de las reservas mundiales de oro, los países desarrollados, principalmente de Europa y Asia, acumulaban dólares, a través de créditos a corto plazo sobre la economía estadounidense, a la vez que, éste último acumulaba créditos a largo plazo sobre los segundos, lo que generó una pérdida de confianza en el dólar.

Frente a la reducción creciente de sus reservas de oro y al no querer aplicar una política restrictiva para corregir sus déficit, el Presidente Nixon,⁴⁴ al frente del gobierno norteamericano, decidió, el 15 de agosto de 1971, suspender la convertibilidad del oro, estableciendo al mismo tiempo una sobretasa de 19% a las importaciones, lo que representaría, el derrumbamiento oficial del RBW y la crisis

⁴⁴ “Cabe anotar, sin embargo, que antes de que Nixon pudiese tomar dicha medida, ya existían condiciones previas creadas con la plena aprobación de las principales instancias reguladoras internacionales: Banco de Inglaterra y la Reserva Federal de Estados Unidos. Estas hicieron surgir el mercado de “Eurodólares”, es decir, la creación de crédito fuera de los marcos regulatorios nacionales. Esto permitió el reciclaje de los llamados “Petrodólares” y otros fenómenos que erosionaron el sistema de Bretton Woods” (Puyana, 2002c:14 – 15).

del oro.⁴⁵

Sin embargo, antes del derrumbe, se realizaron varios intentos por reformar lo que algunos autores llaman la “persistente inadecuación del sistema monetario al contexto económico” (Palazuelos, 1998:18), entre ellos: la constitución del pool del oro en 1961, el Acuerdo General de Préstamos en 1962, la formación del doble mercad del oro en 1968 y la emisión de los Derechos Especiales de Giro en 1969, propuestas que presentaban el Grupo de los Diez países más industrializados.

Tras la desaparición formal del sistema de Bretton Woods,⁴⁶ se legalizaron los tipos de cambio flotantes, enmendándose el Artículo IV⁴⁷ del FMI para relacionar el objetivo de la estabilidad de los tipos de cambio con el logro de una mayor

⁴⁵ “Sin embargo, la crisis del dólar y el rompimiento del acuerdo no concitaron una pérdida inmediata de la dominación de la economía y la moneda de Estados Unidos en las relaciones financieras internacionales (éste) pudo financiar una importante expansión extraterritorial de sus grandes empresas, un creciente gasto militar y durante los últimos años un significativo déficit en sus cuentas externas, colocándose como la nación más endeudada del mundo, pero en su propia moneda” (Correa, 1994:215). Para la autora resulta muy singular que la crisis de inconvertibilidad del dólar no haya impuesto de inmediato un ajuste en la economía estadounidense. Además, si bien el dólar ha flotado frente a otras divisas durante más de quince años y ha perdido parte de su valor frente al oro, aún es la divisa de reserva más importante en el mundo y la más usada en el comercio internacional de bienes y activos financieros, es una moneda, sin duda hegemónica, que articula todas las relaciones financieras y comerciales. Para estudiar el papel del dólar en la actualidad véase S. Schulmeister (2004); y A. Chapoy (2004c).

⁴⁶ Para G. Vidal (2000:36), desde 1967, con la disputa entre el gobierno francés y el norteamericano, el denominado “orden de Bretton Woods” se rompió y los procesos de los años siguientes entrañan su mayor desarticulación. Con esto, el ámbito de las relaciones económicas internacionales, y en particular el sistema monetario internacional, propicia la inestabilidad en los más diversos espacios económicos.

⁴⁷ Dicho régimen fue modificado en la 2ª. Enmienda al Convenio Consultivo, Art. IV, Sección 2, Párrafo b), a saber: “Con arreglo a un sistema monetario internacional como el vigente el 1 de enero de 1976, los regímenes de cambios podrán consistir: 1) en el mantenimiento por un país miembro del valor de su moneda en derechos especiales de giro u otro denominador, excepto el oro, según decida el país; 2) en regímenes cooperativos mediante los cuales los países miembros mantengan el valor de su moneda en relación con el valor de la moneda o monedas de otros países miembros, o 3) en origen de cambios a elección del país miembro.” (FMI, 1987: 7 – 8)

estabilidad de las variables económicas y financiera.⁴⁸

Paulatinamente los países industrializados procedieron a abolir todas las restricciones a los movimientos de capital,⁴⁹ es decir, a desregular la cuenta de capital de la balanza de pagos, la cual ha significado la desaparición de los controles cambiarios y de las restricciones al movimiento internacional de capitales, ampliando al extremo las posibilidades de acción de inversionistas directos, prestamistas, prestatarios e intermediarios extranjeros en las distintas economías nacionales.

Para las economías en desarrollo, significó también, la apertura de la cuenta de capital acompañada – o, a menudo, precedida – por la liberalización del mercado interno de capitales (Griffith – Jones y Stallings, 1995). Donde los grandes capitales que se mueven en la esfera internacional, han sido los privilegiados de la reducción de normas y regulaciones impulsadas en las economías en desarrollo, aprovechando así un nuevo contexto institucional que busca reducir las restricciones sobre movimientos de los capitales a corto plazo.⁵⁰

⁴⁸ Para E. Correa (1994) la ruptura de Bretton Woods no sólo significó el fin de una etapa de paridades fijas, sino también el inicio de una profunda modificación de los términos de intercambio entre las naciones desarrolladas. “Los espacios económicos consolidados durante las décadas de la posguerra en torno de una moneda hegemónica y una definida relación entre ellas, quedaron también quebrados”.

⁴⁹ Estados Unidos abolió las restricciones al movimiento de capitales internacionales en 1974, siguiendo a Canadá, Alemania, Suiza que lo habían hecho en 1973. Otros países fueron Inglaterra en 1979, Japón en 1980, y Francia e Italia en 1990, España y Portugal en 1992.

⁵⁰ La desregulación en la esfera financiera, implicó remover barreras locales e internacionales para reformular los términos de la competencia y sus posibles resultados, donde la libre movilidad de capitales y su influencia en los tipos de cambio, son datos relevantes para el entendimiento de la distribución de las rentas originadas en los movimientos financieros – monetarios, en el contexto de una crisis de largo plazo, ubicada tras el derrumbe del RBW. Sobre el punto, regresaremos en el aparatado tres.

La flotación fue oficializada en enero de 1976 en los Acuerdos de Jamaica,⁵¹ que se celebraron en Kingston, del 4 al 10 de enero de 1976.⁵² Los cambios más importantes que se incorporaron a los artículos del FMI, después de estos acuerdos, fueron los siguientes: 1) cada país miembro era libre de adoptar su propio arreglo de tipo de cambio preferido; 2) la única prohibición es la referencia al oro; 3) el papel del oro se redujo en el sistema monetario internacional; 4) se mejoró el papel de los DEG; 5) el FMI debía ejercer vigilancia sobre el comportamiento de los tipos de cambio y; 6) cada país se compromete a colaborar con el FMI y con los demás países a fin de promover un sistema estable de tipos de cambio (Varela, 1996:78; Appleyard y Field, 2003:675).

En el nuevo régimen el FMI, adquiere la responsabilidad de ejercer una firme supervisión sobre las políticas de los países miembros que tuvieran incidencia sobre sus tipos de cambio, sobre la política fiscal, la política monetaria, la convergencia de las tasas de inflación y las políticas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados (Buria, 1994:14). Desde entonces se ejerce una autoridad política y económica de carácter permanente por el FMI, que no esta sujeta a elección alguna.⁵³

Por ejemplo, hace más de dos décadas en compañía del Banco Mundial, el FMI instrumentó la llamada “doble condicionalidad”, que buscaba alcanzar la estabilidad macroeconómica y el ajuste estructural. La primera, lográndola solo en pequeñas coyunturas, mientras que el segundo, lo alcanzaba renovar por periodos más largos. Ambos, con el establecimiento de políticas de austeridad.

⁵¹ Para De Bernis (1988: 54), los sucesos para la destrucción del RBW, comenzaron desde 1966, continúa a través de la primera devaluación del dólar (15 de agosto, 1971), el *Smithsonian Agreement* (18 de diciembre 1971), la segunda devaluación del dólar (12 de febrero, 1973) y, el acuerdo de jamaica, con lo que se suprime toda referencia al oro.

⁵² En fechas recientes, parece que la búsqueda de un acuerdo continúa. El secretario del Tesoro de Estados Unidos, John Snow, declaró que “la posibilidad de intervenir para afectar los mercados cambiarios no puede descartarse de plano”, pero para él “un dólar fuerte es de beneficio para Estados Unidos”. Mientras que el Grupo de los Siete, a la vez que “reafirma que las tasas de cambio deben reflejar los fundamentos económicos”, sostiene que la “volatilidad excesiva y movimientos desordenados en los mercados cambiarios son indeseables para el crecimiento económico”. Mientras Estados Unidos se pronuncia por la flexibilidad del tipo de cambio, Japón llama a buscar tipo de cambio estable.

⁵³ Salvo excepciones, como el caso de Argentina, para las economías en desarrollo y en un menor grado el de un economía en transición, Rusia.

Estas medidas eran analizadas y supervisadas por el FMI a través de un documento denominado Carta de Intenciones, en términos jurídicos, ésta no debía considerarse como parte de una relación contractual ni tampoco como una declaración unilateral obligatoria, sin embargo, en la práctica “cuando un país miembro deja de observar las normas de actuación que se establecieron en la Carta de Intenciones, el Fondo declara inhabilitado al país miembro para hacer uso de los recursos del Fondo” (Villareal, 1986:196).

Actualmente el FMI realiza una supervisión financiera conocida como “consultas del artículo IV” que abarca temas económicos de todo tipo: políticas cambiarias, fiscales y monetarias, balanza de pagos, deuda externa; cuenta de capitales y sector bancario y financiero. Donde el grado de injerencia en el diseño de las políticas públicas de las economías locales, “ha ido mucho más allá de lo que nadie había imaginado”.⁵⁴

Para algunos, existe una “ley suave”, donde un conjunto de convenciones, acuerdos, reglas de operación que establece una parte en un contrato, y que gradualmente se vuelve de carácter mandatorio (Ortiz, 2003).

A partir de la ruptura de Bretton Woods, los “flujos de capital internacional han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial” (Kregel, 1999: 7). En 1973 se inaugura un periodo de amplia movilidad internacional en los flujos de capital que deriva en una división en el movimiento de éstos.

Así, un grupo de países, generalmente desarrollados, gracias a su fortaleza productiva, se dedicarían a ser exportadores netos de capital, ampliando sus ámbitos de producción más allá de sus fronteras formales. Por contrapartida, “el

⁵⁴ E. Correa (2004b), destaca el hecho de que la injerencia no sólo abarca todos los ámbitos de acción del Estado, sino también las decisiones de los grupos empresariales, “es inocultable la constante visita de funcionarios del FMI a nivel ministerial y directivo”. Para tener una idea – siguiendo a la autora – del grado de injerencia general que estas instituciones ejercen sobre nuestro país podemos ver las siguientes cifras. Solamente en los primeros 10 meses de 2004, el Banco Mundial produjo más de 50 documentos y reportes acerca de México, en temas que van desde biodiversidad, comunidades indígenas, salud, impuestos, agua y recursos naturales, salarios, migración, por supuesto energía, bancos, etc.

resto del mundo, en su mayoría países en desarrollo, habría de convertirse en importador neto de capital, en parte, gracias a una secuencia de reformas institucionales y legales que realizaron para liberar y desregular los movimientos internacionales de capital y sus sistemas financieros nacionales” (Frenkel, 2003:42), sirviendo como reducto para ampliar la frontera económica de capitales foráneos.

Cualquiera que sea el indicador que se utilice para medir las transacciones financieras internacionales actuales, se comprueba que desde la mitad de los años setenta, de la pasada década, han experimentado un crecimiento importante. (Ferrer, 1999; Guillén, 1999; Katz, 2002; Giddens, 2000; Albert, 2001; Vidal, 1998, 2001), donde los mercados financieros operan a tiempo real y de forma continua, considerando plazas ubicadas en los cinco continentes.

Además de que, los tipos de cambio se volvieron más volátiles, experimentándose grandes fluctuaciones, lo cual ha introducido incertidumbre en las transacciones comerciales internacionales, frenando con ello, el comercio mundial y en algún aspecto, contribuyendo al menor ritmo de crecimiento de la actividad económica.⁵⁵ (Buria, 1989, 2004; Eatwell y Taylor, 2000; Puyana, 2002, 200b; Vidal, 2001; Félix, 1995; Chapoy, 2001, 2004; Eichengreen, 2000, 200b).

A pesar de las contradicciones, tensiones y límites generados a partir del RBW, los movimientos en los tipos de cambio, acompañados por la eliminación de los controles a los flujos de capitales, representan el fin del periodo de crecimiento sostenido posterior a la segunda posguerra.

La ruptura del orden monetario y financiero del RBW, ha provocando profundas transformaciones en las relaciones monetarias entre las naciones y en los

⁵⁵ G. Vidal (2001: 80 – 81), agrega a estos dos procesos, uno que juntos a los señalados, “serán vitales en la evolución diferenciada de América Latina”: las desigualdades en materia de inflación. La inflación es diversa y los ritmos de país a país varían. Igualmente son diversos los incrementos de precios de una rama a otra de la producción. Tasa de cambio y precios aparecen como espacios de disputa de ganancias y con el paso de los años varios capitales y agentes económicos modifican su fuerza según lograron contender con estos fenómenos. Sobre este tema regresaremos en apartados posteriores.

mercados financieros, siendo determinantes en el desempeño económico mundial y, particularmente, para las naciones en desarrollo (Correa, 2001), quienes le han apostado a basar su crecimiento en gran medida en los recursos externos.

En general, durante el periodo 1946 – 1972 el desempeño económico de la mayoría de los países desarrollados y en desarrollo, fue relativamente satisfactorio, particularmente se le compararon el que ha tomado lugar desde los setenta.

La experiencia histórica muestra que los periodos de crecimiento sostenido en la economía internacional, en los que hay diversos grupos de países y espacios económicos que se vinculan a esta dinámica *no se han caracterizado por continuos movimientos en los tipos de cambio* (Vidal, 2001 y Vidal, 2004b).

Además de que los datos históricos no permiten afirmar que las economías alcancen un mejor desempeño cuando los mercados de capital están operando considerando la libre movilidad, “conforme la experiencia histórica, *la libertad de intercambio mercantil no implica libertad de capitales*” (Aglietta, 1987:142).

G. Vidal (2004) afirma que conforme se han suprimido las regulaciones y leyes que limitaban los movimientos del capital y se opera con plena flexibilidad en los tipos de cambio, los resultados que se alcanzan en las diversas economías no mejoran, por lo menos en términos del producto, el PIB per. capita y la productividad. Lo mismo para el caso de los países en desarrollo que para los desarrollados.

Incluso – como lo muestra Palazuelos (2000) – el comportamiento en las décadas más recientes de la economía de Estados Unidos, considerando el auge y crecimiento de los años noventa confirma esta idea: tiene un crecimiento medio real del PIB en los años de 1961 a 1973 del 4.5%, mientras que en los años de 1974 a 1980 y de 1981 a 1990 fue del 2.9% y 3.0% respectivamente.

En los años noventa durante las dos administraciones de Clinton, cuando se produce el auge más prolongado en el siglo XX, con una duración de 115 meses y

una amplia transformación tecnológica encabezada por la microelectrónica, la informática y las telecomunicaciones, el producto creció en promedio anual al 3.9%.

Siguiendo a Davidson (2001: 7), en los países de la OCDE el PIB per. capita crece desde 1973 hasta finales de la década de los años noventa en menos del 1.5%; mientras que la inversión en infraestructura y equipo y la productividad laboral crecieron con tasas inferiores a la mitad de las alcanzadas en los años previos a 1973, cuando se efectúan las primeras medidas en las principales economías que propiciarán el avance de la liberalización y desregulación financiera.

El incremento del PIB entre los países miembros de la OCDE en el periodo de 1961 a 1973 es de alrededor del 5% anual en cada una de ellas con las excepciones de Japón en el punto superior, con un aumento del 9.2% y de Reino Unido en el punto inferior con una cifra de 3.2%.

En los años de 1974 a 1980 y de 1981 a 1990 los incrementos son inferiores en promedio en 50% a los alcanzados en la década del sesenta del siglo pasado, incluyendo Japón que tiene tasas del 4.2% y 4.1%. En la década de los años noventa hay un crecimiento aún menor del producto, con Japón a la cabeza con la mayor contracción desde los años de la Segunda Guerra Mundial.

Durante los últimos 20 años el crecimiento es inferior en un 30% a lo que era durante los cincuenta y los sesenta, mientras que el porcentaje del PIB destinado a la inversión ha descendido notoriamente y los niveles de desempleo han aumentado notablemente.

El RBW condujo a un sistema monetario estable que permitió generar las condiciones de certidumbre económica necesarias para la consecución de todo el proceso de acumulación, por lo que la economía mundial experimento un crecimiento económico y una prosperidad sin precedente, a pesar de la existencia generalizada de controles de capital y regulaciones al mercado financiero internacional. En términos más generales, el desenlace de este periodo, marca el fin del *Consenso Keynesiano* (Heilbroner, 1998:45-71).

Como lo advirtieron diversos autores (Vidal, 2004, 2001; Aglietta, 1987; Davidson , 2001), conforme la experiencia histórica, *la libertad de intercambio mercantil no implica libertad de capitales, la libre movilidad del capital internacional es incompatible con el libre comercio y con tipos de cambio estables. En una era de libre comercio multilateral los tipos de cambio flexible y la libre movilidad del capital internacional son incompatibles con el empleo pleno en escala global y el crecimiento económico rápido.*

La historia también registra que desde los liberalismos no se ha podido alcanzar un proceso de crecimiento sostenido y de largo plazo. Esta corriente también cobró fuerza en los años de 1866 y 1890, como al principio del siglo XIX. Son épocas en que surgen nuevas fuerzas que buscan desplazar a otras que comandan el proceso de reproducción económica (Vidal, 2001), que en términos de René Villareal (1986:189), se acompaña con “promesas de bienestar” utilizada “como arma para conseguir trato igual entre desiguales, y perjudicar con ello a los países más pequeños y atrasados”.

En un reciente documento, el *staff* del FMI, llegaba a la conclusión de que por ahora no hay ninguna evidencia de que la liberalización de los flujos financieros haya permitido un mayor crecimiento de las economías desarrolladas, en transición o en desarrollo. ⁵⁶

A pesar de los resultados empíricos, al parecer el enfoque que impulsa el FMI, ante una “alta integración comercial y financiera”, como califica el actual contexto mundial, el régimen recomendado es hacia la generalización de la flexibilidad cambiaria, en un contexto de libre movilidad de capitales y economía abierta.

⁵⁶ Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., y Kose, A (2003). “*Effects of financial Globalization on developing countries. Some empirical evidence*”, FMI, Washington, D.C. Citado por Bernardo Hernández (2004:99).

1.2 Tendencias sobre el régimen cambiario.

Desde la perspectiva macroeconómica neoclásica, el tipo de cambio flotante y la eliminación de las medidas de regulación del capital constituían un avance inexorable hacia un sistema monetario internacional más eficiente. Para Milton Friedman (1953), un orden monetario que combinara los tipos de cambio flotantes con una movilidad libre del capital ofrecería las siguientes ventajas sobre el régimen predominante de Bretton Woods.

1. Las tasas flotantes absorberían los choques al aislar cada economía de los choques monetarios externos y darles mayor autonomía en sus disposiciones macroeconómicas
2. El precio internacional de la moneda y el nivel del precio se moverían inversamente, minimizando la volatilidad del cambio real y de las tasas de interés reales.
3. El veloz ajuste de la tasa de cambio en el mercado impediría que se formaran demandas enormes de divisas
4. Los flujos de capital a largo plazo lograrían la convergencia mundial de las tasas reales de interés, optimizando la asignación internacional de capital físico.

Sin embargo, “hacia mediados de los años ochenta, pese a que la mayoría de los países habían adoptado un sistema de tipo de cambio flexible, que se había generado una explosiva expansión de los flujos de capital internacionales, las tasas volátiles de cambio no estaban convergiendo” (D. Félix, 1996:169).

Por lo que las autoridades monetarias trataron de imponer tasas más estables entre el yen y el dólar, y el marco alemán y el dólar, intentando establecer algún nuevo sistema de paridades fijas, con bandas de flotación para los tipos de cambio a través diversos acuerdos, los más importantes hasta el momento han sido el Acuerdo del Hotel Plaza, en Nueva York, del 22 de septiembre de 1985 y el Acuerdo del Louvre, en París del 22 de febrero de 1987, sin resultados

significativos.⁵⁷

En 1978, por vez primera, los países eligieron sus respectivos sistemas cambiarios, en junio de 1978, de un total de 133 países 63 lo establecieron en términos de una sola moneda, 32 a través de una cesta de monedas y los 38 miembros restantes, entre los que estaban los principales países del mundo, eligieron el sistema de flotación (Varela y Varela, 1996:79).

Hacia 1990, de un total de 150 países, 91, casi en su totalidad países en desarrollo, mantenían vinculado el precio de su moneda en términos de otra moneda o de una moneda compuesta, 13 países habían optado por una flexibilidad limitada y; 46 habían optado por un sistema más flexible. (Ontiveros, 1991:31)

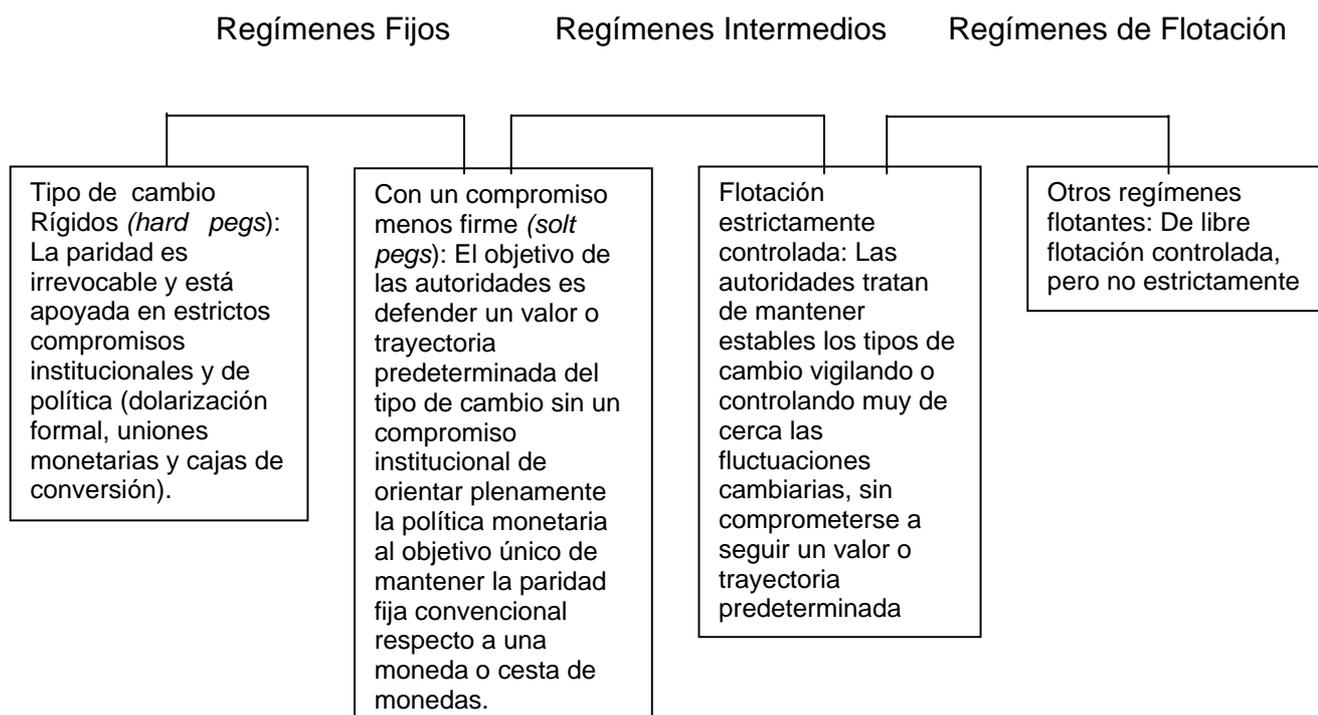
Para finales de 1994 la proporción de países que tenía sistemas de tipos de cambio fluctuantes dirigidos e independientes había sobrepasado el 50%. En los países que continuaban fijando sus tipos de cambio, generalmente las bandas eran cada vez más amplias (Eichengreen, 2000: 273 – 235).

Según el Informe Anual del FMI de 1995, existían 23 países que ligan sus monedas al los Derechos Especiales de Giro (DEG) o a otra cesta; 38 que se vinculan a otras monedas, y 165 mantenían un sistema de flotación más o menos libre e independiente. Existen excepciones a esta tendencia,⁵⁸ pero en general, el

⁵⁷ En contraste con Bretton Woods, hasta la fecha las propuestas y las acciones tomadas tiene como condición que la estabilización no restrinja la libertad de la movilidad del capital internacional, lo que hizo al FMI y a otros grupos de teóricos de la corriente económica dominante preferir diversas propuestas sobre cómo lograrlo.

⁵⁸ Bosnia y Herzegovina, Brunei, Hong Kong, Estonia, Lituania y Bulgaria mantienen paridades fijas (currency board), a través de un sistemas de convertibilidad. Los países que han adoptado al dólar como moneda en curso (dolarizados) son Ecuador, El Salvador y Panamá en América Latina, e islas Marshall, Micronesia y Patan (ninguna de estas últimas supera los 120 mil habitantes) fuera de ella. En general, el conjunto de los países se dirigen a mantener un régimen cambiario flexible (FMI, 2004).

conjunto de los países se dirigen a mantener un régimen cambiario flexible.⁵⁹ Sin embargo, existe una gran variedad de sistemas cambiarios, que se sitúan entre los sistemas flexibles y fijos. De acuerdo al sistema cambiario que anuncian oficialmente los países miembros del FMI,⁶⁰ y con base en una combinación de análisis cuantitativos y cualitativos (FMI, 1999), se pueden identificar tres grandes bloques de sistemas:⁶¹



Fuente: Bubula, Andrea y Otker-Robe, Inci (2004). "En defensa de la bipolaridad", en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, Vol. 41, número 1, marzo, Washinton, D.C, págs. 32 – 35.

⁵⁹ Larraín y Velasco (2000:129), sostienen que la flotación limpia es una conclusión en gran medida académica, "en el mundo real no existe tal cosa. Importantes países industrializados tales como Canadá y el Reino Unido, países más pequeños de la OCDE como Australia y Nueva Zelanda, así como países de ingresos medios como Perú y México, todos practican la flotación con grados variables de "suciedad". Incluso Estados Unidos, normalmente considerado el más limpio de todos, interviene ocasionalmente en el mercado cambiario".

⁶⁰ La clasificación es de acuerdo a lo que los países miembros declaran, pero se señala que existe la posibilidad que un país aplica oficialmente un régimen de flotación pero informalmente mantiene un tipo de cambio fijo, o que se declare un régimen fijo, pero el país decreta frecuentes devaluaciones para mantener la competitividad, lo que los acerca más a un régimen flexible. Ante estos inconvenientes, el FMI decidió reemplazar el sistema de jure en 1999 y clasificar los regímenes según sus políticas de facto. (Andrea Bubula e Inci Otker-Robe, 2004:33).

⁶¹ Dentro de los citados regímenes, además existen un espectro de opciones: 1) flotación libre, 2) flotación regulada, 3) paridad de deslizamiento, 4) fijo, con margen o zona objetivo, 5) fijo, pero ajustable, 6) fijo, por el banco central, 7) fijo, por el consejo monetario y 8) moneda unificada. Tony Latter (1997: 9-11) ofrece características específicas de cada sistema. Reinhart y Rogoff (2002), ofrecen otra tipología de regímenes cambiarios, en lo esencial, esta contemplada dentro de la propuesta arriba citada, ambas, parten de la clasificación que ofrece el FMI, 2002.

Aunque, algunos países en desarrollo y economías emergentes, han adoptado recientemente regímenes intermedios (entre la paridad fija y la flotación), para Stanley Fischer, bajo las condiciones actuales, un mundo de movilidad de capital alta y volátil, este sistema, llamado enfoque bipolar,⁶² no es viable.⁶³ Para el investigador, la tendencia muestra que la proporción de países que se vinculan a regímenes fijos e intermedios, ha disminuido paulatinamente, mientras los que adoptan un sistema más flexible han aumentado (véase cuadro 3).

En los países en desarrollo, esta tendencia es aún más marcada. Los regímenes intermedios han disminuido desde 68.4% del total en 1990 a 35% en 2003, mientras que los sistemas cambiarios flexibles han aumentado de 13.2% en 1990 a 45% en 2003. El incremento de los sistemas fijos ha sido mucho más discreto, pasando de 18.4% en 1990 a 20% en 2003 (FMI, 2004).

Mientras que en América Latina en 1996, el 35% de los países mantenía un régimen cambiario flexible, para 2000, sumaban el 47.8%, hasta llegar a 2003, representando el 60%⁶⁴ (CEPAL, 2003:47, CEPAL, 2001:21).

A mediados de los años setenta aproximadamente el 85% de los países en desarrollo mantenían aún sistemas de paridad fija. A partir de entonces la situación cambió notablemente, ya que para mediados de los años noventa sólo el

⁶² Fischer, lo definió como regímenes entre la paridad fija pero con mayor flexibilidad y la flotación estrictamente controlada, en donde se busca conciliar la flexibilidad con la estabilidad. Algunos autores los llaman sistemas híbridos.

⁶³ Andrea Bubula e Inci Otker-Robe (2004), siguiendo a diversos autores llegan a otra conclusión. Los autores están a favor del sistema bipolar. Pare ellos, efectivamente, los países han ido abandonado regímenes intermedios, pero sólo aquellos que son más propensos a crisis, a favor de otros menos vulnerables. Su estudio, que es un análisis de las probabilidades estimadas de transición entre los regímenes de paridad fija, intermedios y de flotación de diversos países entre 1990 – 2001; no prueba que tiendan a desaparecer los regímenes intermedios. Situación que difiere Larraín y Velasco (2000:102), “no parece haber un régimen cambiario intermedio apropiado para los mercados emergentes. La fijación dura o el cambio libre serían las únicas opciones”. Para ellos, a este tipo de regímenes, se les aplica la “ley del medio excluido”.

⁶⁴ Brasil, Chile, Colombia, México, Venezuela y Perú, poseen regímenes cambiarios flexibles. Recientemente, dos de las principales economías de OMNA, Egipto e Irán, decidieron aplicar un régimen flexible (Jbili y Kramarenko, 2003).

45% de los países en desarrollo mantenía algún tipo de paridad fija, reduciéndose notablemente para década siguiente en alrededor del 20%.

Cuadro 3

Composición de los Diferentes Regímenes Cambiarios, 1991 – 1999.

	1991	1991	1999	1999
	Núm. de Países	%	Núm. de Países	%
Todos los Países	159	100	185	100
Vínculo cambiario rígido	25	15.7	45	24.3
Régimen intermedio	98	61.6	63	34.1
Tipo flotante	36	22.7	77	41.6
22 países desarrollados * y 33 emergentes **	55	100	55	100
Vínculo cambiario rígido	3	5.4	14	25.4
Régimen intermedio	36	65.5	15	27.3
Tipo flotante	16	29.1	26	47.3
Resto del mundo	104	100	130	100
Vínculo cambiario rígido	22	21.2	31	23.8
Régimen intermedio	62	59.6	48	36.9
Tipo flotante	20	19.2	51	39.3

Fuente: Fischer, Stanley (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, No. 2, págs. 3 – 24.

* Los países considerados como desarrollados son: Australia, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Portugal, Hong Kong, Japón, Nueva Zelanda, Suecia, Suiza, Estados Unidos, Austria, España, Noruega, Dinamarca, Singapur, Países bajos, y Reino Unido.

** Los países que se consideran emergentes son: Nigeria, Sudáfrica, Morocco, China, India, Indonesia, Corea, Malasia, Pakistán, Sri Lanka, Taiwán, Filipinas, Tailandia, Bulgaria, República Checa, Egipto, Grecia, Turquía, Israel, Jordania, Polonia, Catar, Rusia, Argentina, Brasil, Ecuador, Chile, Colombia, México, Panamá, Perú, y Venezuela.

Para los técnicos del FMI, en los años noventa muchas economías desarrolladas y de mercado emergente, abiertas a los flujos de capital, abandonaron el régimen de tipo de cambio fijo pero ajustable; algunas adoptaron un vínculo cambiario más rígido, pero la mayoría adoptó regímenes más flexibles.

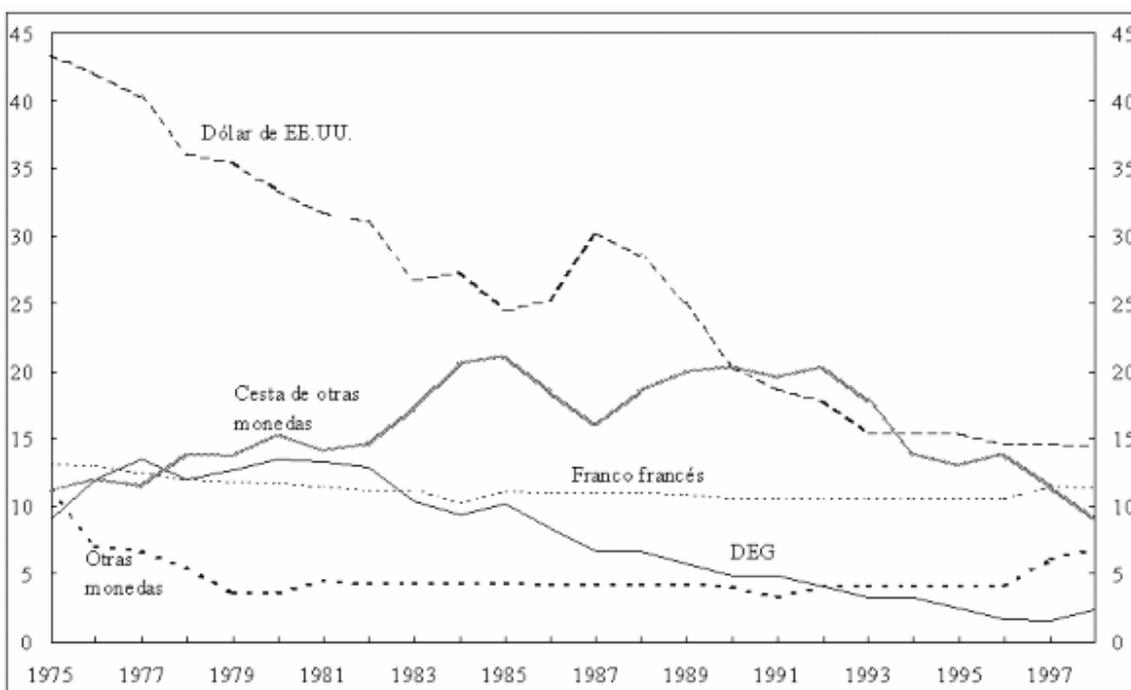
Siguiendo a la grafica 2, en 1975, de 150 países en desarrollo, el 45% de estos mantenía una paridad fija con respecto al dólar estadounidense, para 1997, estos representaban sólo el 15%, una tendencia similar se puede observar respecto a los DEG y otras cestas de monedas. Mientras que para el franco francés, su

tendencia se ha mantenido durante este periodo, oscilando entre un 15% y 10% del total.

Para el FMI, se trataba de *reducir al mínimo los conflictos entre distintos objetivos de política en un mundo de alta movilidad del capital, y con una economía mundial, cada vez más integrada* ⁶⁵ (Bubula y Otker-Robe, 2004:35). Por lo que consideramos, de acuerdo a las ponderaciones por el volumen de comercio internacional, el sistema actual puede muy bien ser clasificado como de flotación. ⁶⁶ (Larraín, 2004)

Grafica 2

**Países en desarrollo:
Evolución de los regímenes cambiarios de paridad fija; 1975-1998
(porcentaje del número total de países en desarrollo)**



Fuente: Mussa, Paul et al., (2000) "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy" en IMF, Occasional Paper, no. 193, Washington, D.C

⁶⁵ En el sistema actual, los tipos de cambio de las principales monedas fluctúan de acuerdo con las fuerzas del mercado, registrándose volatilidad en el corto plazo y a veces considerables cambios de tendencia a mediano plazo (Mussa, 2000).

⁶⁶ Algunos autores llaman a este como el "Régimen Dólar – Wall Street".

Horst Köhler, (2001) Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, considera que a medida que las economías se desarrollan, *se abren al exterior y sus instituciones ganan credibilidad*, entonces cobra más importancia tener un régimen de flotación que les ofrezca más flexibilidad en sus políticas de estabilización. Por ejemplo, en un estudio reciente, se señalan dos razones para que se establezca alto grado de flexibilidad cambiaria para muchas de las economías en desarrollo:

1. Los flujos brutos de capital hacia los países en desarrollo han aumentado considerablemente desde principios de los años ochenta, y paralelamente ha aumentado el riesgo de grandes y súbitos cambios de sentido en la dirección de los flujos netos, lo cual dificulta el mantenimiento de una paridad fija;
2. Como parte de la tendencia hacia la globalización, muchos países en desarrollo han establecido relaciones comerciales con una gama más amplia de países. Los países con regímenes vinculados a una sola moneda quedan expuestos a las grandes fluctuaciones que pueden producirse entre las principales monedas (Mussa, 2000).

Entonces, dentro del balance del FMI, son dos las razones por las que se tiene que elegir paridades más flexibles, la libre movilidad de capitales y la integración comercial, opinión, que comparten algunos de sus colaboradores, como Eichengreen (2000b:127), para él, tanto la liberalización de los mercados financieros, como el crecimiento de los flujos de capital mundiales, crean una fuerte presión para dar mayor flexibilidad al tipo de cambio. La fijación del tipo de cambio parece indefendible en un mundo de movilidad de capital alta y volátil.

Esto por que se considera que un tipo de cambio fijo impone un mecanismo automático que regula la cantidad de dinero y, por consiguiente, el nivel de tasas de interés, condiciones que se contraponen a la tendencia de apertura e integración.

Las anteriores opiniones, reeditan, uno de los debates más citados en la literatura, ⁶⁷ relativo a los regímenes de tipo de cambio a favor y en contra de uno flexible *versus* fijo. Debate que se ha impulsado desde las áreas de discusión académica, extendiéndose hasta los círculos políticos en la toma de decisiones ⁶⁸ y, que ha cobrado más importancia como consecuencia de las crisis cambiarias – financieras, recientes.⁶⁹

Así, en una exposición estándar, a favor de un sistema de tipo de cambio flexible se ha señalado que “este garantizaría en todo momento la existencia de equilibrio externo, lo que permitiría dirigir las políticas de demanda a la consecución de objetivos internos, tendría a aislar a una economía de los efectos de las perturbaciones exteriores, que serían compensadas por las variaciones del tipo de cambio; y permitiría a las autoridades locales controlar la cantidad de dinero y ejercer una política monetaria autónoma” (Bajo, 2002:195).

Por su parte, los argumentos a favor de un sistema de tipo de cambio fijo suelen ser más bien argumentos en contra de la excesiva variabilidad de los sistemas de tipo flexible, la cual entre otras cosas, “afectaría negativamente al comercio y a la inversión internacionales, tendría efectos perjudiciales en presencia de perturbaciones en el mercado monetario, y podría dar lugar a una mayor tendencia inflacionista” (Bajo, 2002:196).

Appleyard y Field (2003: 645 – 657), destacan seis problemas centrales que aborda la literatura reciente en el debate sobre tipos de cambio fijos *versus* flexibles, destacando su papel en: 1) la estabilidad de precios; 2) el comercio e

⁶⁷ Los elementos centrales de dicha discusión han sido documentados en diferentes libros de texto de economía internacional, entre otros se encuentran: Appleyard y Field (2003) , Juan R. Cuadrado et al. (1995), Paul Krugman y Obstfeld (2001), Andrés Fernández Díaz, et al. (1995), Fernando Ossa (1999) y, Juan Tugores (1999). Además existen un sin número de estudios sobre este tema, algunos citados en el presente trabajo. Edwards (2002), presenta una revisión reciente de la literatura sobre el tema.

⁶⁸ Donde una parte de la teoría económica aborda el debate bajo la llamada “ley del medio excluido”, donde se afirma que no parece haber un régimen cambiario intermedio apropiado para los mercados emergentes. La fijación dura o el cambio libre serían las únicas opciones.

⁶⁹ Las propuestas de fijación del tipo de cambio se encuentran en las variantes de una unión monetaria o la dolarización. En el periodo de 1970 – 2001, hubo un total de 162 crisis cambiarias, las más recientes de ellas, son, la crisis Mexicana (1994-95), Asiática (1997-98), Rusa y Brasileña (1998), y Argentina (2001).

inversión, 3) la eficiencia en la asignación de recursos; 4) la efectividad de la política macroeconómica; 5) la especulación desestabilizadora y; 6) los choques externos.

Para los autores, los problemas anteriores requieren una investigación empírica extensa, ya que no son problemas fáciles de responder. Actualmente, parte del escenario en donde se realiza este debate, es alrededor de lo que han llamado los técnicos del FMI, la *reforma del sistema monetario internacional*.

En particular, se destacan tres aspectos, que guardan un importante vínculo entre sí, 1) la liberalización de la cuenta de capital y los controles de capital, 2) los regímenes cambiarios y, 3) el riesgo moral.⁷⁰

Como se señaló, tradicionalmente, el razonamiento a favor de uno u otro régimen solía hacerse en función de la exposición de la economía a perturbaciones sobre los términos de intercambio. Ahora, se evalúa que si bien el tipo de cambio debiera en teoría manifestar las diferencias en el crecimiento de los precios, la realidad es que por lo menos en el corto plazo, el valor de una moneda en relación con otra se define por otras variables, como un mercado muy influido por las prácticas especulativas de los agentes económicos (Macías, 2003:831; Baqueiro et al., 2003: 5 – 8)

⁷⁰ Los dos primeros puntos los abordaremos en este trabajo, mientras que el tercero, se refiere a la “posibilidad de que una o más instituciones bancarias, en la búsqueda de la maximización de sus utilidades, realicen prácticas imprudentes en razón de que cuentan con una red de protección y de que sus acciones no son del todo monitoreables” (Cuevas, 2003:75). En otras palabras, para F. Conde y Hurtado (1999:5) “se hace referencia a la asunción de riesgos por encima de los económicamente viables por parte de los inversores internacionales a sabiendas de que el FMI, les recataría en caso de dificultades”.

1.3 La política cambiaria del Fondo Monetario Internacional: régimen cambiario flexible.

Tradicionalmente para estudiar el significado macroeconómico del saldo exterior se ha recurrido a la identidad contable básica de una economía abierta que constituye una serie de relaciones que se establecen entre el comportamiento general de la economía y la evolución del sector externo. Partiendo de algunas identidades macroeconómicas se plantea que: ⁷¹

$$\mathbf{PIB = C + I + G + X - M} \quad (1)$$

Siendo, producto interno bruto (**PIB**), consumo privado (**C**), inversión privada (**I**), gasto público (**G**), y las exportaciones netas de bienes y servicios no factoriales (**X - M**)

Si consideramos que :

$$\mathbf{C + I + G = A} \quad (\text{Absorción de los residentes})$$

entonces :

$$\mathbf{PIB = A + X - M} \quad (2)$$

por tanto :

$$\mathbf{PIB - A = X - M} \quad (3)$$

A partir de ello se puede tomar a la balanza comercial como un buen indicador de la relación entre el nivel del producto y la absorción. En estas condiciones, habrá un exceso o insuficiencia de ingreso nacional con relación al gasto nacional según un superávit o déficit en las exportaciones netas.

Un déficit en las exportaciones netas supone, desde el punto de vista macroeconómico, que el ahorro nacional no es suficiente para financiar la

⁷¹ Seguimos el planteamiento desarrollado por Juan Cuadrado Roura (coordinador) (1995, 2001); León Bendesky (2004); y Héctor Guillén (1998)

inversión y / o el gasto público, por lo que se tiene que recurrir al ahorro exterior para poder financiarlo.

Un superávit en el comercio exterior de bienes y servicios no factoriales indica que el país produce más de los que absorbe (**PIB > A**) y exporta el excedente (**X > M**).

Lo que significa, que un saldo deficitario en la balanza de bienes y servicios (**M > X**) implica que el gasto total supera a la renta total (**A > PIB**). En consecuencia la corrección deberá basarse en las medidas para equiparar renta y gasto. En donde, un déficit significa que el país absorbe más de los que produce y debe financiar la diferencia mediante una combinación de préstamos internacionales, inversión extranjera directa u otro tipo de flujo externo.

Así, en estas condiciones, habrá un exceso o una insuficiencia de ingreso nacional con relación al gasto nacional según si la balanza corriente sea excedentaria o deficitaria

$$\mathbf{PIB > A \Leftrightarrow X > M \quad (4a)}$$

$$\mathbf{PIB < A \Leftrightarrow X < M \quad (4b)}$$

Ahora, si agregamos a la cuenta corriente de la balanza de pagos, el flujo neto de los servicios factoriales (**SFN**), que consiste de los pagos de intereses e ingresos del capital, y el flujo neto de transferencias (**TUN**), que en general incluye remesas de nacionales desde el exterior y subvenciones de organismos, derivamos el concepto de producto nacional bruto (**PNB**) del **PIB**, y queda como sigue :

$$\mathbf{PNB = PIB + SFN + TUN = C + I + G + (X + SFN + TUN - M) \quad (5)}$$

Si se restan los ingresos tributarios del gobierno del producto nacional bruto se obtiene la siguiente identidad:

$$\text{PNB} - \text{T} = \text{C} + \text{I} + (\text{G} - \text{T}) + (\text{X} + \text{SFN} + \text{TUN} - \text{M}) \quad (6)$$

Dado que por definición el ahorro se puede considerar como ($\text{S} = \text{PNB} - \text{T} - \text{C}$), se llega a un resultado que se considera relevante para apreciar la relación existente entre la balanza de pagos y el comportamiento de las variables macroeconómicas :

$$\underbrace{(\text{X} + \text{SFN} + \text{TUN} - \text{M})}_{\text{}} = \underbrace{(\text{S} - \text{I})}_{\text{}} + \underbrace{(\text{T} - \text{G})}_{\text{}} \quad (7)$$

Lo que quiere decir que:

$$\begin{array}{l} \text{Déficit en} \\ \text{cuenta corriente} \end{array} = \begin{array}{l} \text{Exceso de ahorro} \\ \text{interno sobre} \\ \text{la inversión} \end{array} + \text{Déficit presupuestario}$$

Esta identidad indica que el saldo de la balanza en cuenta corriente se asocia a los saldos de los sectores privado y público, es decir, asocia el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos con dos indicadores macroeconómicos: el superávit (o déficit) del sector público y la brecha entre ahorro y la inversión del sector privado.

Esta relación básica forma parte del sustento de las prescripciones del FMI para reducir el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y con él los requerimientos de financiamiento externo. En la liberalización financiera la forma de ajustar el sector externo no es mediante la devaluación para reducir el déficit comercial,⁷² pues ello afecta la rentabilidad del capital a corto plazo ubicado en el país receptor.

⁷² Sin embargo, como detacan Lichtensztein y Baer, (1986:69) “ninguna devaluación puede llevarse a buen fin una política de equilibrio externo, sin ajustar la desproporción que se establece entre ingreso nacional y el saldo en cuenta corriente de la balanza de pagos. Dado el ingreso nacional en el corto plazo, el déficit en cuenta corriente sólo puede corregirse, disminuyendo la demanda interna o sea disminuyendo relativamente la absorción nacional (consumo, inversión y gasto de gobierno), o sea contrayendo el gasto nacional”. Sin embargo, como apunta R. Villareal (1986:232), la contracción de la demanda en un país industrializado puede significar solamente una pequeña baja del consumo suntuario. En cambio, en un país subdesarrollado, puede llegar a significar la paralización completa de la actividad económica, con daños no sólo en el momento del “shock” sino que repercutirán magnificados en el futuro.

Desde el punto de vista del FMI, los desequilibrios de la balanza comercial dejan de ser un tema de preocupación, en tanto que estos no representan una restricción al crecimiento económico si la economía muestra un crecimiento de las exportaciones, la entrada de capitales, así como la generación de expectativas positivas que permitan mantener la demanda de la moneda nacional y de activos financieros que puedan financiar los desequilibrios de la balanza comercial (FMI, 2002).

Situación que en parte se alcanza, según el Fondo, en la medida en que se aplican de manera simultánea la apertura comercial y financiera, donde los flujos de capital permiten financiar un déficit de la balanza comercial. La magnitud y el signo de dichas entradas, permite sortear los desequilibrios comerciales.

Es, entonces, el acceso a los flujos de capital lo que permite mantener y ampliar el déficit comercial o de cuenta corriente de cualquier país. El déficit comercial es autofinanciado por agentes externos que aceptan la moneda nacional y / o las obligaciones de los nacionales, para cambiarlas después por divisas o activos nacionales. Mientras la demanda de moneda nacional (y el intercambio de divisas por moneda nacional) se mantiene, el déficit comercial y de cuenta corriente no puede restringir el crecimiento económico.

Siguiendo la posición de la teoría económica hasta ahora expuesta, si el gasto privado interno está en déficit, la política fiscal debe estar en superávit, se pretende disminuir el déficit del sector privado ($I > S$) a través del superávit fiscal ($T > G$) y, *ante un equilibrio fiscal, el déficit en el sector externo sólo puede complementarse con el ahorro privado, donde su componente externo, es considerado como una herramienta que complementa a la parte interna.*⁷³

Si partimos de la hipótesis de equilibrio presupuestario ($T = G$), reescribiendo y simplificando (5) se obtiene

⁷³ Para la economía mexicana, es explícita la necesidad de financiar el déficit en cuenta corriente con recursos externos. En este caso el ahorro privado externo, no ha complementado sino compensado el desplome del ahorro privado interno (Goicoechea, 1996). En el apartado 3.1, se desarrollará el tema.

$$X - M = S - I \quad (8)$$

De esto se deduce:

$$S > I \Leftrightarrow X > M \Leftrightarrow IF > 0 \quad (9a)$$

$$S < I \Leftrightarrow X < M \Leftrightarrow IF < 0 \quad (9b)$$

con IF como flujos de capita.

Un déficit en la balanza comercial tiene necesariamente como contrapartida una entrada neta de capitales y un excedente comercial una salida neta de capitales. Así, la cuestión de los movimientos internacionales de capital se “torna crucial” (H. Guillén, 1998).

La variable clave para financiar los desequilibrios comerciales externos, son los flujos de capital. En otras palabras, *el equilibrio externo significa que los saldos de la balanza comercial son compatibles con flujos de capital sostenibles en el largo plazo.*

Actualmente para el FMI, los flujos internacionales de capitales privados financian una parte importante de los desequilibrios en cuenta corriente ⁷⁴ (Mussa, 2000), que en su mayoría esta compuesto por capitales de muy corto plazo.⁷⁵

Si la economía tiene forma de financiar sus importaciones a través de esos flujos,

⁷⁴ En particular para México, por la cuantía y composición de estos flujos es considerada como capital de corto plazo. En el siguiente apartado ahondaremos sobre el tema.

⁷⁵ Lo anterior dada la importancia cuantitativa y cualitativa de los mercados financieros, “en los últimos veinticinco años ha ocurrido una enorme expansión de los mercados financieros en la que, si bien el desarrollo de los mercados de capitales (mercado de préstamos, mercado de obligaciones y mercado de acciones) ha sido muy intenso, el crecimiento, por un lado, del mercado de divisas y, por otro, la aparición de nuevos productos derivados no tiene parangón en la historia económica del siglo XX (...) lo anterior por la intensidad que han adquirido dichos mercados en la medida de su proceso de liberalización, su avance tecnológico, así como el tipo concreto de los activos que en ellos se transan y las peculiaridades de los agentes que en ellos operan”. Véase a Jorge García Arias (2004:858 – 859).

se supone que no hay un problema importante ⁷⁶ (Nadal, 2002). La continuación del balance negativo depende de la *habilidad* de financiarlo y no de ajustar los precios relativos (Thirlwall, 2001)⁷⁷ .

Por lo que se ha sugerido que “los déficit en cuenta corriente están convirtiéndose en un concepto pasado de moda en un mundo cada vez más integrado, en el que los flujos corrientes y de capital se ven impulsados principalmente por decisiones privadas, más que públicas (la llamada doctrina de Lawson ⁷⁸)” (FMI, 2002:76). Desde este punto de vista, los desequilibrios de la balanza comercial dejan de ser un tema de preocupación, en la medida en que se aplican de manera simultánea la apertura comercial y financiera.

Para el FMI, es posible establecer un grado de causalidad entre el déficit en cuenta comercial y el movimiento de capital a corto plazo: ⁷⁹ es el acceso a los flujos de capital lo que permite mantener y ampliar el déficit comercial o de cuenta corriente de cualquier país, donde la paridad cambiaria es determinada independientemente de la situación que guarde la balanza de comercio exterior. Entonces, la existencia de un “fuerte y continuado déficit de la balanza corriente, es *causa* de los movimientos de capital” (Varela y Jacobs, 2003:220 – 221).

La clave para la sostenibilidad de los déficits está en que exista la posibilidad de un financiamiento *genuino*, por medio de la cuenta de servicios y de

⁷⁶ Sin embargo, el libre flujo de capitales puede ocasionar diversos problemas, entre ellos, un proceso de apreciación de la moneda local. Para México, la apreciación del tipo de cambio real, se producía en pleno proceso de liberalización del comercio, lo que dio lugar a una contracción de las utilidades en los sectores de bienes comerciables de la economía. Más adelante ampliaremos tal idea.

⁷⁷ Thirlwall, A.P. (2001). “*The relation between the warranted growth rate, the natural rate and the balance of payment equilibrium growth rate*” en *JPKE / Fall*, Vol. 24, No. 1. Citado por A. Huerta (2004).

⁷⁸ Expuesta por primera vez a fines de los años ochenta por Lawson, canciller del Tesoro del Reino Unido, durante el gobierno de Margaret Thatcher, según el cual, un déficit en la cuenta corriente no constituye un problema macroeconómico porque se trata de un déficit generado por el endeudamiento de los agentes privados. El desequilibrio, es motivado por la expansión del sector privado y no por un exceso de gasto gubernamental.

⁷⁹ En un sentido distinto, para A. Shaik, (2000:108), “desequilibrios comerciales generales serán una *consecuencia* perfectamente normal del libre comercio, en presencia de movilidad internacional del capital”.

capital.⁸⁰ Se destaca que, existen muchos países “que han hecho del déficit comercial un modo sostenible de vida.”

Algunos de ellos han mantenido entre 30 y 40 años un déficit comercial,⁸¹ convirtiéndose en “ejemplos de desarrollo sostenido, estable y viable”, más que con desequilibrios (Rodríguez, 1994).

En tal situación, “la paridad cambiaria es determinada independientemente de la situación que guarde la balanza de comercio exterior, así como del poder adquisitivo de las monedas, esto es, sin considerar el diferencial de precios entre países” (Medeiros, 1997:307).⁸² En tal caso, bajo esta óptica, *el comportamiento del tipo de cambio es el resultado y no el causante del déficit, los flujos y el resultado de los mismos, son los que determinan el comportamiento cambiario.*⁸³

Actualmente, se considera que, los tipos de cambio solo permiten comparar los precios de bienes y servicios producidos en los diferentes países, estando lejos ya en su determinación.

Así, “aunque el comercio de mercancías y servicios, durante muchos años recibió la mayor atención al analizar el mercado cambiario, ahora el crecimiento reciente

⁸⁰ Por lo general para el caso de la economía mexicana, la relación entre el balance en cuenta corriente y el de la cuenta de capital es inversa, en el lapso de 1990 – 2000, el déficit de la cuenta corriente creció en un 40%, mientras la cuenta de capitales experimentó un superavit en 46%, con lo que se podría pensar que es la última cuenta la que permite el balance de la primera y, en general de la balanza de pagos, bajo el supuesto de que ante un equilibrio fiscal, el déficit en el sector externo sólo puede compensarse con en el ahorro privado.

⁸¹ Entre los que se destaca, España (39 años), Corea (38 años), Singapur (30 años), Noruega (23). Los tres últimos financiaron el desequilibrio comercial a través de inversión directa, financiera y servicios financieros, el primero recurrió principalmente al turismo (Rodríguez, 1994). Desde la época del desarrollo estabilizador a la fecha, el saldo de cuenta corriente para el caso mexicano es negativo – sólo de 1983 a 1985 fue positivo – Por ejemplo, el déficit de la balanza de cuenta corriente (a precios corrientes), en nuestro país, durante el periodo de 1990 – 2000, creció un 40%, al pasar de –882 millones de dólares en 1990 a 17, 920. (Huerta, 2001) Consideramos que estamos lejos de ser un ejemplo de crecimiento “viable, estable y sostenido”.

⁸² Medeiros, C. Aguiar De (1997). “*Globalizacao e a insercao internacional diferenciada da Asia e da América Latina*”, en *Poder e dinheiro*, organizadores M. C. Tavares y J. L. Fiori, Vozes, Brasil. Citado por Huerta (2000:17).

⁸³ “Entre más abierta sea una economía, menor será la dependencia del comercio exterior y del crecimiento económico al nivel que tenga el tipo de cambio real y más lo será de las condiciones de la demanda externa y principalmente de los aumentos en la productividad doméstica”, ya que “aumenta la participación de la producción de bienes y servicios comerciables internacionalmente en el total, aprovechándose las ventajas comparativas de que se gozan” (Katz, 1988:33 – 34).

del volumen de transacciones de activos en moneda extranjera es tan grande, que se estima que estas transacciones claramente dominan el mercado actual (...) hoy el valor de las transacciones internacionales que involucran activos internacionales excede en gran margen el valor de las transacciones de divisas relacionadas con bienes y servicios”.⁸⁴ (Appleyard y Field, 2003:444 – 445).

Al parecer los enfoques en la explicación de la determinación del tipo de cambio han sufrido un desplazamiento teórico,⁸⁵ con base en la interpretación que se le da a un déficit en cuenta corriente. Anteriormente el estudio de la determinación del tipo de cambio partía del enfoque de la teoría del comercio internacional, donde el problema era determinar la política de balanza de pagos a seguir.

Ahora, se presupone que predomina el análisis de las finanzas internacionales, que plantea un escenario donde los mercados financieros se encuentran altamente integrados, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios y elevados niveles de competencia e información.⁸⁶

Dentro del análisis de las finanzas internacionales, se encuentran, el enfoque de activos, llamado moderno, (enfoque de equilibrio de cartera, enfoque monetario con precios flexibles y rígidos – overshooting –), donde se plantea un mundo bajo expectativas racionales, donde los mercados financieros se encuentran altamente integrados, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios (dentro de los cuales se

⁸⁴ Se sostiene que en los mercados financieros se intercambian diariamente unos dos trillones (dos millones de millones) de dólares, principalmente, con transacciones de corto plazo (menores a un año).

⁸⁵ Lo que no garantiza, que se halla logrado dar una respuesta satisfactoria en el análisis de los determinantes del tipo de cambio, la “evaluación de estos modelos contemporáneos...muestra por qué los economistas se han decepcionado de su capacidad para explicar cómo se determinan las tasas de cambio y los flujos de capital. “ (Stein,1995:182. Citado por Shaikh, 2003)

⁸⁶ Sin embargo habrá que apuntar que para algunos investigadores, estos planteamientos “han de contemplarse más como caminos complementarios que como teorías alternativas. En ambas corrientes o explicaciones pueden encontrarse incorporadas los instrumentos conceptuales propios del momento y del marco doctrinal en el que se encuentran situados” (Fernández et al., 1995:257). Los investigadores plantean una relación entre los enfoque elasticidades, absorción y monetario, a través de tres identidades de la balanza de pagos. La diferencia entre los modelos es que cada uno centra su atención en un aspecto distinto de dicha balanza. Para analizar la metodología ofrecida ver el apartado 9.3.7 del libro citado.

encuentra el tipo de cambio) y elevados niveles de competencia e información.

En ellos se hace énfasis en la condición de equilibrio de stocks de la balanza de capital, donde se interpreta el déficit en cuenta corriente como el desfase intertemporal entre el ahorro y la inversión,⁸⁷ es decir, a una diferencia en los niveles de rentabilidad entre los activos domésticos y los internacionales, los cuales, permitirán aumentar los futuros niveles de crecimiento (Berkerman, 1999).

Según este enfoque, es el movimiento de capitales (como decisiones individuales sobre prestar y tomar prestado) lo que define el resultado de la cuenta corriente (Dluhosch, 1996).⁸⁸ Ese movimiento de capitales es el que determina los flujos de comercio y no puede ser afectado por cambios en los mismos (Rodríguez, 1994).

En este contexto, el papel del tipo de cambio, es lograr el equilibrio entre el flujo de capitales y el balance de la cuenta corriente, donde “el tipo de cambio no cumple ningún rol en la relación con el equilibrio de la balanza comercial.” (Berkerman, 1999)

De tal forma, el tipo de cambio pasa a estar determinado por el comportamiento de la oferta y demanda de divisas, donde las políticas económicas se dirigen a aumentar la oferta de divisas y a restringir su demanda.

En este sentido, para Robert Solomon (2000:221), los determinantes de los tipos de cambio, en la actualidad, se han modificado. Ahora, “es menos probable que éstos se vean afectados por desequilibrios en la cuenta corriente”. Actualmente es posible señalar que los tipos de cambio, al menos en el corto plazo, son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos.

Siguiendo a Eatwell y Taylor (2000), la determinación del tipo de cambio es actualmente un proceso complejo que depende de las expectativas volátiles de

⁸⁷ En donde si el déficit es un resultado de decisiones privadas de ahorro, este no debe preocupar. La preocupación debe estar colocada sobre el déficit del sector público. (Corden, 1994)

⁸⁸ Dluhosch B., Freytang A., y Kruger M. (1996). “*International Competitiveness and the Balance of Payments. Do current account deficits an surpluses matter?*”. Edward Elgar E.U. Citado por, Berkerman, (1999).

inversionistas especuladores que operan en los mercados mundiales de cambios.

Para estos autores más del 90% de las transacciones en los mercados cambiarios son a menos de un año, en donde las transacciones, son tanto con títulos bursátiles de todo tipo, como de la propia actividad bancaria internacional.

De lo anterior se puede desprender que al parecer, un sistema cambiario más flexible es el resultado de la incompatibilidad entre la liberalización de capitales y las tasas de cambio fijas, opinión que comparten, entre otros, Eichengreen (2000, 2000b); Summers, (1998); Solomon, (2000); y De la Dehesa, (2002); por ello, sostienen, que el FMI debe de empujar a casi todos sus miembros a implantar regímenes de mayor flexibilidad en el tipo de cambio.

El cual aparece como el mejor sistema compatible con las recomendaciones del Fondo. Por lo que para algunos investigadores, en este marco, el FMI adquiere una mayor responsabilidad de ejercer una firme supervisión sobre las políticas de los países miembros que tuvieran incidencia sobre sus tipos de cambio: sobre la política fiscal, la política monetaria, la convergencia de las tasas de inflación y las políticas estructurales que mejoren el funcionamiento de los mercados. (Ossa, 1999, Varela, 1996, Buria, 1994, 1989).

De acuerdo a lo expuesto, podemos sostener que existía una forma de concebir al tipo de cambio y su determinación dentro del RBW, tras su desaparición, el contexto que se desarrolla, permite apreciar el comportamiento cambiario bajo otra lógica, por tanto, los desequilibrios de la cuenta corriente, de capital y del tipo de cambio, en cada una de estas etapas, tienen características bastante distintas.

Nos encontramos que dentro de la tradición de la teoría económica, existen dos grandes enfoques para explicar cómo se determina el tipo de cambio en una economía abierta, mismos que pasaremos a abordar de manera simplificada a los más significativos de estos.

II. Determinantes de los tipos de cambio.

Siguiendo a la teoría económica, existen diferentes planteamientos teóricos sobre la determinación del tipo de cambio, asociadas todos ellos a varios enfoques sobre los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital.⁸⁹ Además de diversas teorías y modelos sobre la determinación del tipo de cambio: teoría de la paridad del poder adquisitivo,⁹⁰ teoría de la paridad de las tasas de Interés, teoría de la balanza de pagos y, teoría monetaria de los tipos de cambio.⁹¹

⁸⁹ En donde son variados. Se acepta en la actualidad, entre otros, los siguientes, el enfoque elasticidades, el enfoque ingreso – adsorción, el enfoque monetario. Los cuales se pueden distinguir entre aquellos que se derivan de la teoría económica neoclásica y los que provienen de la macroeconomía keynesiana. Los primeros sostienen que son los cambios en el nivel de precios y en los precios relativos los que logran desplazamientos hacia puntos de equilibrios en la balanza de pagos, mientras que para los segundos, son las variaciones en el nivel de producción e ingreso, resultantes de los cambios en la balanza de pagos, la fuerza que posteriormente incide en la misma, hacia un eventual equilibrio (Puyana, 2003 y 2003b).

⁹⁰ Para algunos autores la teoría de la paridad del poder adquisitivo (PPA) se encuentra en la génesis de los intentos por explicar las variaciones de los tipos de cambio (Ontiveros et al.,1991), remontándose su origen a la denominada Escuela de Salamanca en el siglo XVI, pero fue hasta los siglos XVIII y XIX, donde “despierta un renovado interés por esta hipótesis, que adquiere un nuevo relieve (y el nombre por el que la conocemos en la actualidad) a comienzos del siglo pasado con las aportaciones de Cassel. Sin embargo, para O. Bajo y S. Sosvilla (1993:177 – 179), e Isaac M. Katz (1989:14 – 18), en general, la evidencia existente parece sugerir que, si bien podría aceptarse a grandes rasgos el cumplimiento de la PPA en la década de los veinte, cuando se utilizan datos referidos al actual periodo de flotación los resultados obtenidos son mucho más desfavorable. Conclusiones que se confirman en estudios más recientes que utilizan técnicas de cointegración, donde afirman que en el mejor de los casos, la PPA podría considerarse una relación de equilibrio entre precios y tipo de cambio a la que se tendría a largo plazo, un indicador útil sobre la dirección que seguirán los ajustes del tipo de cambio en el largo plazo y no una teoría que explicase estrictamente la determinación del tipo de cambio a partir de precios relativos. La PPA no puede por si misma constituir una teoría de la determinación del tipo de cambio. Sin embargo, para E. Ontiveros et. al. (1991:91 – 104), “el cumplimiento o no de la PPA depende de una correcta elección del periodo base tomando como referencia el momento en el cual se supone que las dos monedas se encuentran en paridad”. Los autores presentan una metodología para sortear las dificultades de la PPA. Además existen varios trabajos que encuentran evidencia empírica para validar a la PPA, entre otros a C. Fraga (2001), F. Rodríguez (2000).

⁹¹ Existen, además, algunos modelos que se pueden considerar como extensiones más elaboradas de los enfoque y teorías mencionadas anteriormente (modelo de Mundell – Fleming, modelo de expectativas y, modelo de selección de cartera). Desarrollos recientes apuntan al estudio de Área Monetaria Óptima (AMO), como una línea de investigación en el estudio de la determinación del tipo de cambio. La principal debilidad de estos modelos se encuentra en sus supuestos, difíciles de encontrarse en la realidad. Roberto Góchez (2005), realiza una reseña de algunos modelos arriba citados, en donde se estudia la relación de las tasas de interés, tipo de cambio e inversión de cartera, destacando sus resultados lógicos, en caso de cumplirse sus principales proposiciones.

Para algunos investigadores, a pesar de los aportes realizados y de la evidencia favorable obtenida en los primeros estudios realizados bajo estos enfoques, numerosos trabajos posteriores arrojan bastantes dudas acerca de su relevancia a la hora de explicar la evolución reciente de los tipos de cambio, en un entorno de volatilidad y libre movilidad de capitales, con una internacionalización de los mercados financieros.

A partir del desmantelamiento del régimen de “paridades fijas, pero ajustables”, se inició un período de régimen de flotación y fluctuación generalizada en donde existe una mayor relevancia de los mercados financieros, lo cual coincide con un crecimiento de la economía y del comercio internacional menores a los de las décadas anteriores ⁹² y una tasa de inflación internacional más elevada.

Las tres principales economías más desarrolladas experimentan desequilibrios sin precedente de sus balanzas en cuenta corriente, destacando el cambio de posición de Estados Unidos de país acreedor a deudor.

Mientras que los regímenes cambiarios en América Latina han mantenido una relación especial con el dólar estadounidense, pues esta moneda ha permanecido como el medio de pago, denominador internacional y reserva de valor, lo que ha significado una mayor volatilidad en los tipos de cambio de las monedas de este espacio, en virtud de la flotación libre del dólar en relación con las monedas de las principales economías del mundo.

A la vez las economías en desarrollo, en especial las de América Latina, presentan un déficit más pronunciado en sus balanzas de cuenta corriente y comercial, mostrando además, un grado de apreciación de sus monedas locales,

⁹² Sin embargo hay que señalar el resultado de otras investigaciones, que apuntan en otro sentido. Estas están agrupadas en lo que se ha llamado “el dilema de la estabilización cambiaria”, en ella se estudia el impacto en el comercio que tiene tanto la volatilidad y la desalineación de los tipos de cambio entre las principales monedas y sobre el desarrollo del comercio internacional en diferentes regímenes de tipo de cambio. Se sostiene, por una parte que, la apreciación del tipo de cambio real tiende a detener el crecimiento económico debido a la generación de un creciente déficit comercial, proponen mantener un tipo de cambio real competitivo para alentar el crecimiento económico, por el contrario, por otra parte, se argumenta sobre los efectos perniciosos de las devaluaciones. En tal sentido, las devaluaciones emprendidas para mejorar la balanza comercial entrañan reducciones significativas del producto. Para una presentación de ambas argumentaciones, véase a Galindo y Guerrero, 1997; F. Larraín y F. Parro, 2003; T. Latter, 1997; y O. Bajo, 2002.

combinado con medidas de liberalización de largo alcance en los mercados financieros, que le han posibilitado la afluencia de una gran cantidad de recursos de corto plazo, en donde se señala que una de las bondades de dichos flujos está el ser una fuente de financiamiento del déficit de cuenta corriente.⁹³ Es a través de estos hechos empíricos que se deben de evaluar las teorías sobre la determinación del tipo de cambio, vinculados a los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital.

En lo que resta del capítulo se presentan y se evalúan de forma resumida las principales aportaciones a la literatura sobre la determinación de los tipos de cambio, señalando algunas de sus limitantes en cuanto a su poder explicativo en las condiciones actuales de libre movilidad de capitales al tiempo que se expondrá, en algunos casos, alguna de la evidencia empírica disponible para el caso de la economía mexicana en particular y para otras economías en general.

En particular, se examina las que se agrupan en dos enfoques, el llamado de flujos o tradicional y el denominado enfoque moderno o de mercado de activos. En el primero, sus movimientos se explican por el comportamiento de la balanza comercial y, fluctúa hasta lograr que se produzca el equilibrio temporal en la balanza de pagos. Este enfoque corresponde, fundamentalmente, al período que cubre las décadas de los cincuenta y sesenta, caracterizado por escasos movimientos de capitales, en consecuencia, en este enfoque los movimientos del tipo de cambio se explican por la evolución de las exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

En el segundo se hace énfasis en la condición de equilibrio de stocks de la balanza de capital de la balanza de pagos. Su determinación, estaría entonces, relacionada con el fin de equilibrar la demanda internacional de fondos de activos. Este enfoque se desarrolla en las décadas de los setenta y ochenta, período caracterizado por una gran volatilidad del tipo de cambio a corto plazo.

⁹³ Actualmente, el proceso de apertura y liberalización de los mercados financieros ha generado una relación estrecha y compleja entre la brecha comercial, comportamiento cambiario y flujos de capital. Situación que abordaremos en el próximo capítulo.

2. 1 El Enfoque de Flujos.⁹⁴

El llamado enfoque de flujos, también conocido como tradicional, como su nombre lo indica, resalta el papel de los flujos internacionales de bienes en la determinación del tipo de cambio, ya que considera que los precios relativos de los bienes en los respectivos países a través del equilibrio de flujos de la balanza comercial son el determinante del comportamiento del tipo de cambio, entre ellos se encuentra el enfoque de elasticidades, enfoque de renta, enfoque absorción, enfoque monetario y, enfoque de la nueva escuela de cambridge.

Antes de continuar, nos detendremos en presentar las características de los tipos de cambio y su relación entre ellos. El tipo de cambio (tc) puede ser nominal (tcn) o real (tcr). El primero se define como el número de unidades de moneda doméstica por unidad de moneda extranjera o, alternativamente, como el precio de una unidad de moneda extranjera en términos de moneda doméstica, es decir, expresa una relación de monedas en términos nominales, $tcn = \frac{ip^*}{ip}$, en donde ip^* es un índice de precios externos e ip es un índice de precios locales.

Se considera que las variables que lo determinan, son aquellas que están íntimamente ligadas a las condiciones existentes en los mercados financieros, “resumiéndose las interacciones entre todas estas variables en la paridad de las tasas de interés”⁹⁵ (Katz, 1988:7 – 18).

Para efectos del análisis de las relaciones externas de un país y de la capacidad de compra que tiene en los mercados foráneos, se recomienda una medida alternativa; el tipo de cambio real (tcr).⁹⁶

⁹⁴ Maurice D. Levi (1997:113 – 168); Appleyard y Field (2003:424 – 518) y, Krugman y Obstfeld (2001: capítulo 16 y 17), lo analizan bajo la oferta y demanda del mercado de divisas.

⁹⁵ En la paridad descubierta de los tipos de interés se establece que la tasa de interés nacional será igual a la tasa de interés extranjera más el movimiento esperado del tipo de cambio, es decir, es posible que la tasa de interés nacional sea mayor que la extranjera, siempre y cuando esa diferencia esté compensada por una depreciación esperada del tipo de cambio. Situación, difícil de encontrar en la realidad.

⁹⁶ Se apunta que entre los principales determinantes del tipo de cambio real están los términos de intercambio, los flujos de capitales, la estructura y grado de apertura comercial de la economía y el nivel de ingreso real.

En general, éste corresponde al tipo de cambio nominal que se ajusta en términos de la relación de los precios internos y externos,
$$tcn = \frac{tcn \ ip^*}{ip}$$
.

Siguiendo a esta línea del pensamiento económico, el tcr ⁹⁷ es una medida que se aproxima a la situación de competitividad internacional de la moneda nacional, ya que proporciona una medida del valor de la divisa en términos de su poder de compra, ⁹⁸ estimado por los costos en moneda nacional o por los precios de un país respecto a los del resto del mundo. ⁹⁹

Las alteraciones del primero, modifican al segundo. Cuando el tcn, disminuye se dice que se ha producido una apreciación (revaluación) ¹⁰⁰ de la moneda doméstica, provocando un crecimiento negativo en el tcr. Por el contrario, si aumenta, ha ocurrido una depreciación (devaluación) de la moneda doméstica, en donde el tcr experimentará un crecimiento positivo. Una disminución (aumento) del tcn es equivalente entonces a una apreciación (depreciación) de la moneda doméstica.

⁹⁷ Donde sostienen que sus variaciones tiene importantes efectos sobre diversas variables de la economía, destacando el comercio exterior, la estructura de la producción y el gasto agregado, la inflación, los salarios reales, las tasas reales de interés y el crecimiento económico (Katz, 1988:14).

⁹⁸ J. Goicochea, (2004), apunta que su comportamiento depende, no sólo del crecimiento diferencial en los precios entre ambos países, sino, sobre todo de la política económica interna por lo que se refiere al tipo de cambio nominal.

⁹⁹ Un análisis de las ventajas y límites que presenta la metodología para calcular el tipo de cambio real a través de los costos unitarios o utilizando índices de precios, la ofrece Javier Guzmán (1994: 596 – 601).

¹⁰⁰ En el presente trabajo nos referiremos a la sobre o subvaluación, del tcr, al referirse a su crecimiento positivo o negativo. Mientras toda alusión a la depreciación y apreciación corresponde a modificaciones en el tcn. En adelante, utilizaremos indistintamente los términos de tipo de cambio o tipos de cambio para hablar del tipo de cambio real y del nominal y cuando sea necesario nos referiremos en particular a sus alteraciones. Dornbusch y Fischer (1990:197-200), Cuadrado (1995:369 – 372), y Krugman y Obstfeld (2001:501 – 517) señalan que en sentido estricto para el caso de un régimen de tipo de cambio fijo se usan los términos devaluación y revaluación, mientras que para un régimen de tipo de cambio flexible o de flotación, se utiliza depreciación y apreciación, respectivamente. Sin embargo, señalan que como no existe una diferencia económica fundamental entre los términos es común la utilización indistinta, a lo más existe una “sutil diferencia” (Krugman y Obstfeld, 2001:516). Estos términos describen el sentido en el que evoluciona el tipo de cambio. Sin embargo, para los dos últimos investigadores los primeros términos se producen por una decisión política (del gobierno) y no en virtud del libre funcionamiento de las fuerzas del mercado, que sería el caso de los segundos.

Siendo así, una depreciación o devaluación del tcn es un incremento de su valor, es decir, un incremento de la relación moneda nacional / moneda extranjera, que significa una pérdida del valor de la moneda local relativo a una extranjera o canasta de divisas.

Mientras que una depreciación del tcr, significa su incremento, donde significaría una reducción del poder adquisitivo de la moneda local. Más allá de las relaciones que se puedan establecer entre los tipos de cambio, se destaca que “no es una exageración decir que el comportamiento del tcr ocupa ahora un papel central en la evaluación y elaboración de la política económica” (Edwards, 1989: 75 – 110).

2.1.1 Enfoque Elasticidades.

Este enfoque, también llamado de precios relativos,¹⁰¹ trata de dar respuesta a la siguiente pregunta: *¿Qué condiciones deben de cumplirse para que una devaluación restablezca el equilibrio de la balanza comercial?* Esto es, que condiciones son necesarias para que una alteración del tipo de cambio ejerza una influencia positiva sobre la balanza comercial.

Este enfoque es una versión de equilibrio parcial de un modelo estándar de dos países (nacional y extranjero) y dos bienes (exportaciones e importaciones). El mercado de divisas es un mercado similar al de cualquier otro bien y el tipo de cambio de una moneda, en consecuencia, estaría determinado por la oferta – flujo y la demanda – flujo de dicho mercado.

Por lo que el enfoque centra su atención en el impacto de una devaluación en el saldo en cuenta corriente. Se considera que es la variación del tipo de cambio la que influye más directamente sobre los precios de las exportaciones y las importaciones y, consiguientemente, sobre de la balanza comercial, provocado por un efecto en la competitividad de forma positiva: reduce el volumen importado ya que incrementa los precios de los bienes importados. Por tanto, se esperaría el mejoramiento de la competitividad económica influirá de manera positiva en la balanza comercial.

Para que dicha variación del tipo de cambio efectivamente ejerza su influencia positiva sobre la balanza comercial, se requiere que dicha cuenta sea significativamente elástica a las variaciones en el tipo de cambio, para que la devaluación constituya un mecanismo efectivo que corrija déficits persistentes en la cuenta corriente.

¹⁰¹ En los dos apartados siguientes seguimos principalmente la exposición de Fernández et al., 1999 y 1995; y la de Cuadrado et al., 2001 y 1995. Los autores que plantearon y desarrollaron este enfoque por vez primera son, Bickerdike, 1920; Robinson, 1947; Metzler, 1948.

En este sentido, destaca la conocida condición de **Marshall – Lerner**, para obtener resultados positivos de una devaluación. En su versión simple, el modelo establece las siguientes relaciones:

$$B = pX - M \quad (1)$$

donde :

B : Saldo de la balanza comercial medida en divisas extranjeras.

X : Valor de las exportaciones (en moneda nacional).

M : Valor de las importaciones (en moneda extranjera)

p : Tipo de cambio (divisa / moneda nacional)

y partiendo de una situación inicial de equilibrio, una devaluación ($\uparrow p$) mejorará la balanza comercial si $dB/dp < 0$. Diferenciando con respecto a p la ecuación **(1)** se tendrá:

$$\frac{dB}{dp} = X + p \frac{\delta X}{\delta p} - \frac{\delta M}{\delta p} \quad (2)$$

que también puede escribirse así

$$\frac{dB}{dp} = X \left[1 + \frac{p}{X} \cdot \frac{\delta X}{\delta p} - \frac{\delta M}{\delta p} \cdot \frac{p}{M} \cdot \frac{M}{pX} \right] \quad (3)$$

Dado que la elasticidad de la demanda de importaciones del país que devalúan η_m , y que la elasticidad de la demanda de importación del país o países restantes (o de exportación del país que devalúa), η_x , puede definirse de la forma siguiente

$$\eta_m = \frac{p}{M} \cdot \frac{\delta M}{\delta p} > 0 \quad ; \quad \eta_x = \frac{p}{X} \cdot \frac{\delta X}{\delta p} < 0 \quad (4)$$

sustituyendo (4) en (3) tendremos

$$\frac{dB}{dp} = X \left[1 + \left(\eta_x - \eta_m \cdot \frac{M}{pX} \right) \right]$$

de donde se deduce que

$$\frac{dB}{dp} < 0 \longrightarrow |\eta_m| \frac{M}{pX} + |\eta_x| > 1$$

Así, para una situación inicial de equilibrio externo ($M = pX$), resulta que $dB/dp < 0$ se ha de cumplir que el precio de la demanda de exportaciones y de importaciones sea superior a la unidad.

$$|\eta_m| + |\eta_x| > 1$$

Que es la condición **Marshall-Lerner**, (M – L), que establece que si la balanza por cuenta corriente se encuentra inicialmente en equilibrio, una depreciación real de la moneda da lugar a un superávit por cuenta corriente, si la suma de las elasticidades respecto a los precios relativos de las demandas de exportaciones e importaciones es superior a la unidad. (Krugman y Obstfeld, 2001:498). Esta condición se apoya en algunos supuestos restrictivos, lo cuales no han evitado que se realicen aplicaciones y estudios empíricos.

Algunas restricciones son que la balanza está inicialmente en equilibrio, y que las ofertas de las exportaciones y las importaciones son infinitamente elásticas (a fin de que los precios relativos sean alterados únicamente por variaciones en el tipo de cambio, y no por variaciones en la demanda).

Además, se prescinde de movimientos de capital, fluctuaciones en las tasas de interés, y variaciones en la oferta monetaria. También se dejan de lado los efectos secundarios en los niveles de precios y de ingreso. Por lo que su principal crítica es que se trata de un modelo de equilibrio parcial, ignorándose, así, las relaciones existentes entre los tipos de cambio y algunas variables básicas como la tasa de interés, la inflación, la oferta monetaria, entre otras. Condiciones difíciles de obviar, en el contexto actual.

Dentro de este enfoque se destaca el efecto de la curva J , la cual sucede debido a que la $M - L$, sólo se cumple a largo plazo, con lo que la devaluación empeora a corto plazo la balanza comercial, mejorándola a largo. Si bien los tipos de cambio se ajustan instantáneamente, se produce un rezado en el tiempo que consumidores y productores se toman para ajustarse a los cambios en los precios relativos. (Rincón, 2001:133)

Se señala entonces, de acuerdo a este efecto, los volúmenes de importación y exportación no varían mucho a corto plazo, de forma que el país que devalúa recibe menos ingresos por exportaciones y gasta más en importaciones, lo que deteriora su balanza comercial. Sin embargo, tras unos meses, las exportaciones comienzan a aumentar y las importaciones a disminuir, por lo que dicha balanza mejora y tiende al superávit.

A continuación se expondrá alguna de la evidencia disponible para este enfoque, a pesar de las restricciones que presenta.

Estimaciones empíricas, calculados por el FMI, ofrecen una relación de las elasticidades del comercio internacional de productos manufacturados, de economías desarrolladas, “donde la mayoría de los países satisfacen la $M - L$, a corto plazo, y que prácticamente todos ellos lo hacen a largo plazo. “ (Krugman y Obstfeld, 2001:498-499)

Mientras que datos analizados correspondientes a series de tiempo trimestrales de Chile, Colombia, Paraguay y México, para el período 1979 – 1995, bajo la hipótesis de la $M-L$, muestra que “los tipos de cambio desempeñan un papel en la determinación del comportamiento de equilibrio a largo plazo de la balanza comercial, en consecuencia, la balanza comercial no puede ser tratada como exógena con respecto a los tipos de cambio en esos países.” (Rincón, 2001:131-187)

Para el caso particular de México, encontramos resultados divergentes. Citemos en primer lugar un trabajo de G. Vargas (1989), que utilizando técnicas de regresión (variables dependiente contra variables explicativas) en el periodo

comprendido de 1983 – 1988, encuentra un efecto diferenciado de la condición M-L, en el comportamiento de los componentes de la balanza comercial.

Para el autor “el tipo de cambio no ejerce a través de los precios relativos un efecto comprobable en la evolución de las exportaciones nacionales,” ya que “la subvaluación cambiaria observada en los años de estudio no fue una variable significativa para explicar el comportamiento del volumen de las exportaciones totales de nuestro país”, concluye que “el efecto de la ventaja cambiaria sobre las exportaciones totales y en particular sobre las exportaciones manufactureras no es comprobable estadísticamente”.

Sin embargo, “al contraer las importaciones y en particular las importaciones de bienes intermedios si mejora la balanza comercial mexicana”, para el investigador “son las importaciones de bienes intermedios los que guardan una relación funcional importante con el tipo de cambio y la ventaja que esta genera”. En términos de la condición M – L, para el investigador, sólo las importaciones son significativamente elásticas, mientras que las exportaciones son inelásticas a los precios relativos.

En un trabajo publicado en 1989, I. Katz, estudia el comportamiento de las exportaciones e importaciones de la economía mexicana en un periodo similar al del primer investigador. Para Katz cuando la economía es abierta el saldo de la balanza comercial es independiente de las variaciones del tcr, inducidas por cambios en el tcn. A pesar de que una devaluación del tcn genera una depreciación del tcr, esta es únicamente transitoria, el incentivo que reciben los productores de bienes comerciables internacionalmente es temporal, al pasar el efecto de la subvaluación, la estructura de la producción regresa a la situación previa de la devaluación.

Abordemos ahora un trabajo de J. Ludlow (1993), donde aplica técnicas econométricas ¹⁰² a la balanza comercial de México, con datos anuales de 1950 a

¹⁰² Utilizando la siguiente metodología, “primero aplicaremos la prueba de causalidad de Granger, en segundo lugar presentaremos un análisis estructural, como se usa decir en la nomenclatura econométrica y, por último, aplicaremos la prueba de cambio estructural de Gregory Chow.”

1985, para estudiar la validez del enfoque elasticidades, con su resultado de la condición Marshall – Lerner.

Donde encuentra, primero, una relación de causalidad en el sentido de la prueba de Granger, entre el tipo de cambio y la balanza comercial, “el tipo de cambio sí causa a la balanza”, en segundo lugar, muestra que “la evidencia empírica sí apoya el enfoque de elasticidades”.

En tercer lugar, aplicó la prueba de cambio estructural, llamada la prueba de Chow, para responder si ¿el patrón de comportamiento de las exportaciones se alteró debido a la crisis de 1982?, encontrando que “en el primer caso, el patrón exportador se modifica bajo la presencia de la crisis de 1982, mientras que la estructura de las importaciones no se ve alterada y tenemos el mismo patrón de importaciones”.

Más recientemente, J. Goicoechea (2004) estima el efecto del tcr en el flujo comercial de México, calculando los coeficientes de elasticidad para los diversos componentes de la balanza comercial mexicana con respecto a dicho tipo de cambio desde 1980, para evaluar el efecto en los ingresos exportaciones e importaciones de bienes en función del tcr, y con ello analizar la *pertinencia de la condición de Marshall – Lerner*.

Para el investigador el propósito de la M – L, (valorar el efecto del tipo de cambio real en el comercio exterior), no es sino el de evaluar el resultado de una política que busque disminuir el déficit en la balanza comercial, es decir, “en qué medida los coeficientes de exportación e importación con respecto al tipo de cambio son conducentes a un incremento en los ingresos de la economía”.

De acuerdo con los coeficientes obtenidos en el caso de México, el autor encuentra que, la suma de la elasticidad de las exportaciones y de importaciones, de bienes es de 1.50, con lo cual se cumple la condición M – L , para México. “Por ende, la subvaluación del tipo de cambio real permite disminuir el déficit comercial e incluso lograr un superávit. A su vez, la sobrevaluación del peso conlleva a una

profundización en el déficit comercial, por la propia respuesta que muestran los agregados comerciales en este país ante la sobrevaluación de la moneda local”.

Bajo esta hipótesis, J. Goicoechea concluye que “es posible lograr un incremento en los ingresos del exterior subvaluando el tipo de cambio real vía devaluación local, en el objetivo de abatir, o incluso revertir, el crónico déficit comercial en que incurre México.”

2.1.2 Enfoque Absorción ¹⁰³

En lo que respecta al enfoque *absorción*, este constituye una variante del enfoque ingreso (renta). S.S. Alexander, en 1952, sugirió que una formulación basada en la brecha entre el nivel agregado de ingreso, por una parte, y el nivel total de gasto, por otra parte. Para algunos, *constituía una forma más fructífera que el enfoque elasticidades*. Trata de responder a la siguiente pregunta: *¿Cuál es el efecto de una devaluación sobre la balanza de bienes y servicios del país que devalúa?*

Este enfoque centra su análisis sobre todo en los agregados económicos, típicos del análisis Keynesiano. El núcleo de este enfoque es la proposición de que toda mejoría de la balanza de pagos requiere un incremento de ingreso sobre el total de los gastos nacionales. (Rincón, 2001:140-143)

La respuesta que da este enfoque se construye en torno a las relaciones entre el gasto y la renta; y en las de ambas variables con los niveles de precios.

$$Y = C + I + G + X - M$$

$$Y = A + B$$

Siendo **B** el saldo de la balanza por cuenta corriente y **A** el gasto interno agregado, al que Alexander llama « absorción »

$$A = C + I + G$$

$$B = X - M$$

de donde

$$B = Y - A$$

¹⁰³ Entre sus creadores se encuentra Harberger, 1950; Meade 1951 y; Alexander 1952, 1959

Lo anterior implica que el saldo en cuenta corriente es la diferencia entre la producción y el nivel de absorción interno.

El nivel de producción (ingreso) sería la determinante principal de la absorción, y esta última determinaría la balanza en cuenta corriente. Sin embargo, la absorción también sería función de otras variables, dentro de las cuales el nivel de precios internos jugaría un papel importante.

En general, los cambios en la cuenta corriente pueden expresarse como:

$$6B = 6Y - 6A$$

Así, puede verse que si la economía se encuentra operando a niveles menores a la plena utilización de los recursos, entonces es posible mejorar la cuenta corriente aumentando el nivel de ingreso en una mayor cuantía que el nivel de absorción. Pero a pleno empleo, solamente reducciones en el nivel de absorción podrían mejorar la cuenta corriente.

Algunos investigadores apuntan que las bases y los argumentos sobre los que se construye el enfoque de flujos se han modificado totalmente, tal pareciera que su objeto de análisis ha quedado rebasado ante la integración de los mercados financieros y la libre movilidad de capitales, situaciones *que han configurado un contexto muy distinto al existente en etapas anteriores en el funcionamiento de la economía mundial*, provocando que sus supuestos aparezcan alejados de toda realidad (Appleyard y Field, 2003; Cuadrado et al., 2001)

Así, se considera que el comercio de mercancías y servicios, durante muchos años recibió la mayor atención al analizar el mercado cambiario, ahora el crecimiento reciente del volumen de transacciones de activos en moneda extranjera es tan grande, que se estima que estas transacciones claramente dominan el mercado de divisas actual.

Lo que ha llevado a sostener que las distintas teorías dentro del enfoque de flujos, no existe la certeza de afirmar que alguna de ellas sea la que tenga un mayor poder explicativo (De la Dehesa, 2002). La utilidad efectiva de estas teorías

sobre la determinación del tipo de cambio es hoy en día bastante relativa, ya que se refieren fundamentalmente a las balanzas comercial y de cuenta corriente. (Eatwell y Taylor, 2000)

Ahora, se plantea como una necesidad estudiar el peso de los flujos de capital para establecer su influencia en el tipo de cambio. Para Harris Laurence (1994) Eatwell y Taylor, (2000) actualmente, en la determinación del tipo de cambio, *el problema básico parece ser el desdoblamiento entre los tipos de cambio determinados en los mercados financieros y las variables reales que determinan el comercio internacional y los niveles de inversión.*

2. 3 El Enfoque de Mercados de Activos.

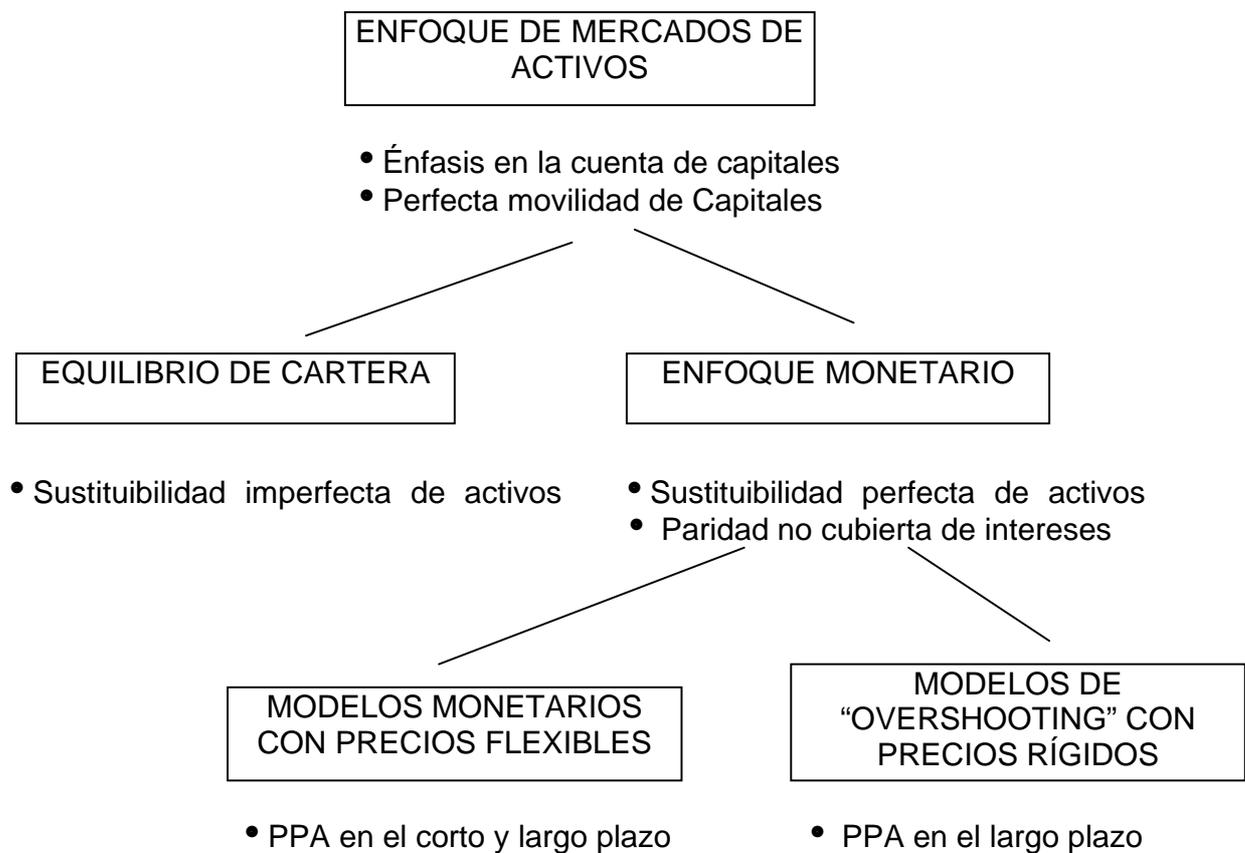
El enfoque de mercado de activos, llamado también como el enfoque moderno, considera que el tipo de cambio es, en definitiva el precio de un activo financiero y, como tal, análisis y determinación deberían de considerarse conceptos e instrumentos similares a los utilizados para otros activos financieros (Dublosch, 1996).

Existen dos grandes grupos de modelos dentro del enfoque de mercado de activos, diferenciados por los supuestos sobre la sustituibilidad entre los activos domésticos y extranjeros.

Por un lado, está el grupo de modelos monetarios que suponen que estos activos son sustitutos perfectos, y que por tanto tienen el mismo riesgo, lo anterior implica que se cumple la paridad no cubierta de la tasa de interés. En estos modelos, el tipo de cambio se determina por el equilibrio en los mercados monetarios doméstico y extranjero.

Por otro lado, están los modelos de equilibrio de cartera, que consideran que los activos domésticos y extranjeros son sustitutos imperfectos. En este caso, la paridad no cubierta de intereses debe incluir un componente de riesgo.

Las múltiples opciones teóricas, que se ofrecen dentro de este enfoque, varían de acuerdo a los activos que se consideran, por su rentabilidad y riesgo, por tanto, por las expectativas de su valor futuro. Entre algunos existen:



En estos enfoques, se señala que los tipos de cambio son determinados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos, por lo que se debe de considerar:

1. La concepción del equilibrio en términos de stock,
2. Los factores reales afectarán al tipo de cambio en la medida que afecten a los mercados monetarios y,
3. La introducción de expectativas.

La incorporación de las expectativas, permite expresar el tipo de cambio esperado en el futuro, en un momento dado, en función de las condiciones que en el futuro se espera que defina el mercado de activos y, por consiguiente, de la senda que se espera siga la oferta monetaria y las variables que determinan la demanda de dinero. (Ontiveros et al., 1991:106)

Por lo que se entiende que el tipo de cambio reflejaría las expectativas relativas a las condiciones económicas presentes y futuras relevantes que lo determinan, de forma que las variaciones serían en gran medida impredecibles y tenderían su origen en la nueva información que altera las expectativas presentes y futuras referidas a tales condiciones económicas (Félix, 1998; Appleyard y Field, 2003; Puyana, 2003b).

Así, la determinación del tipo de cambio estaría asociada a la formación del precio de un activo, aunque con características propias. Una aproximación a la idea del tipo de cambio como precio de un activo puede representarse esquemáticamente en el siguiente modelo (Levich, 1985):

$$s(t) = X(t) + a \cdot [E_t s(t+1) - s(t)]$$

donde

$s(t)$, es el logaritmo del tipo de cambio de equilibrio en t ,

$X(t)$, representa el conjunto de condiciones económicas básicas que afectan al tipo de cambio en t ,

$E_t s(t+1) - s(t)$, refleja la expectativa racional del porcentaje de cambio esperando entre t y $t+1$ condicionando a la información disponible en t ,

a , mide la sensibilidad del tipo de cambio a la variación esperada en el mismo.

En términos de $s(t)$, la anterior expresión se convierte en

$$s(t) = [1/(1+a)] \cdot X(t) + [a/(1+a)] \cdot E_t s(t+1)$$

Ahora bien, teniendo en cuenta cualquiera de las dos expresiones anteriores se concluye que $s(t+1)$ depende de $s(t+2)$, $s(t+2)$ de $s(t+3)$ y así sucesivamente. Por consiguiente, mediante un proceso de iteración hacia delante se llega a la expresión

$$s(t) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot E_t X(t+k)$$

mostrándose de esta manera que el tipo de cambio actual depende estrechamente del valor que se espera tenga en el futuro, que a su vez depende de las expectativas que se forman en el presente acerca de las variables susceptibles de influir en el tipo de cambio en el futuro.

De lo anterior se puede desprender que el tipo de cambio viene determinado fundamentalmente por componentes no anticipados, esto es, por la aparición de nueva información que sorprende al mercado. (Ontiveros et al., 1991:108)

La variación efectiva en el tipo de cambio $s(t+1) - s(t)$ puede descomponerse en su componente esperado $E_t s(t+1) - s(t)$ y en su componente no esperado $s(t+1) - E_t s(t+1)$.

Teniendo en cuenta el componente esperado puede escribirse como

$$E_t s(t+1) - s(t) = [1/(1+a)] \cdot [E_t s(t+1) - X(t)]$$

o bien

$$E_t s(t+1) - s(t) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot [E_t X(t+k+1) - X(t+k)]$$

El componente esperado de la variación en el tipo de cambio no es, pues, más que la suma ponderada de las variaciones futuras de las $X's$. Por otra parte, el componente no esperado puede expresarse como

$$s(t+1) - E_t s(t+1) = [1/(1+a)] \cdot \sum_{k=0}^{\infty} [a/(1+a)]^k \cdot [E_{t+1} X(t+k+1) - E_t X(t+k+1)].$$

Por tanto, el componente no esperado está asociado a la suma ponderada de los cambios en las expectativas acerca de las $X's$ futuras como consecuencia de la nueva información que se recibe entre t y $t+1$.

El modelo descrito obviamente no queda cerrado hasta que no se especifiquen las $X's$, en cuyo conjunto puede incluirse con generalidad las variables reales o monetarias (dependientes a su vez de otras variables económicas básicas) que, junto con las expectativas de los agentes económicos sobre sus valores futuros, condicionan la evolución del tipo de cambio. (Ontiveros et al., 1991:108)

Se han llamado en la literatura dominante *fundamentales* aquellas variables macroeconómicas que son elementales y, que de su comportamiento depende gran parte de la estabilidad económica de un país. Así, se supone que los fundamentales de un país están correctos cuando el déficit fiscal es un porcentaje casi nulo del PIB, cuando la tasa de inflación no excede la prevaleciente a nivel internacional (o en su principal socio comercial), cuando el gobierno prosigue políticas económicas de liberalización y desregulación comercial, financiera y económica, cuando las políticas monetaria y fiscal son restrictivas.

Por lo que, el comportamiento del tipo de cambio, estaría sujeto a un conjunto de valores asumidos por los *fundamentales*, donde se especifican las $X's$, junto con la evaluación de las expectativas de los agentes económicos que operan en los circuitos monetarios y financieros. Expectativas, que son establecidas bajo el principio de que “todos los demás en el mercado piensan que los demás piensan.”

Para Eatwell y Taylor (2000:12 – 13), al parecer el agente económico exitoso es aquel “que busca anticipar lo que la opinión promedio espera que sea la opinión promedio.” El éxito en los mercados financieros no es lo que el inversionista individual considera que son las virtudes o lo contrario de cualquier activo financiero particular, y ni siquiera lo que la masa de inversionistas actualmente cree que son las virtudes de ese activo financiero. Al inversionista exitoso le concierne establecer lo que todos los demás en el mercado creerán que los demás creen.

Para los investigadores, al estar los mercados dominados por esta “opinión promedio sobre lo que será la opinión promedio”, entonces surge un premio enorme a cualquier información o señal que proporcione pistas sobre posibles

virajes en dicha opinión promedio, cuando ocurren cambios en los eventos corrientes. Sobre esta opinión promedio, es que están fincadas las expectativas.

En resumen, cada uno de estos enfoques trata de insistir en un efecto especial, siendo más o menos convincentes para un caso concreto y válido sólo para condiciones específicas, las cuales a menudo carecen de análogos.

Recordando que las bases y los argumentos sobre los que se construye el enfoque de flujos se han modificado totalmente. El entorno actual ha generado situaciones que han configurado un contexto muy distinto al existente en etapas anteriores en el funcionamiento de la economía mundial.

Mientras que del enfoque de activos, “la evidencia empírica existente es bastante escasa y limitada, debido en gran parte al carácter bastante discutible de la misma ya que depende de la formación de expectativas en un entorno de incertidumbre” (Puyana, 2003b), lo que hace a estos modelos, consistentes y lógicos, desde el punto de vista de su restringido marco teórico.

Appleyard y Field (2003: 513 – 517), presentan un resumen de las pruebas empíricas sobre el enfoque de activos ¹⁰⁴ (enfoques monetario y de la balanza de portafolio), donde sostienen que “existe una controversia sobre la validez de este enfoque (hasta ahora) ha sido relativamente poco el trabajo para probar el modelo de activos debido a las dificultades encontradas al relacionar los modelos teóricos con los datos del mundo real”. R. Dornbusch ¹⁰⁵ (1980:151), concluyó que, al menos a partir de su prueba, hay “poca duda de que el enfoque monetario (...) es una teoría no satisfactoria de la determinación del tipo de cambio”.

En algunos casos, se ha señalado, que el fracaso empírico de estos enfoques, no se debe a problemas de estimación, sino de especificación, esto es, originados en los propios supuestos de los modelos (Bajo y Sosvilla, 1993).

¹⁰⁴ Muestran las principales conclusiones de los trabajos de Junichi Ujiie (1978), Jacob Frenkel (1978), Rudiger Dornbusch (1980), McDonald y Taylor(1992), K. Domínguez y J. Frankel (1993), entre otros.

¹⁰⁵ Dornbush, Rudiger (19980). “*Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?*”, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, pp. 143 – 185. Citado por Appleyard y Field (2003:515).

Lo que ha llevado a sostener que no existe la certeza de afirmar que alguno de estos enfoques sea el que goce de un mayor poder explicativo. La utilidad efectiva de estas teorías sobre la determinación del tipo de cambio es hoy en día bastante relativa (Puyana, 2003, 2003b).

El abordar un conjunto de teorías para estudiar como determinan el tipo de cambio, pasa necesariamente, por seleccionar aquellas que tomen en cuenta el entorno económico de la moneda del país a analizar, si bien es cierto que en ambas explicaciones pueden encontrarse incorporadas los instrumentos conceptuales propios del momento y del marco doctrinal en el que se encuentran situados (Fernández et al., 1995:257), en la actualidad estos no alcanzan a explicar la determinación cambiaria, en un país en desarrollo, con libre movilidad de capitales y pronunciados déficit comerciales. Es a través de estos hechos empíricos que se deben de evaluar las teorías sobre la determinación del tipo de cambio, vinculados a los desequilibrios en las cuentas de la balanza de pagos: la cuenta corriente y la cuenta de capital.

Se sostiene que es posible establecer un grado de causalidad entre variables,¹⁰⁶ utilizando como un instrumento analítico las distintas cuentas de balanza de pagos. El tratamiento de la balanza de pagos aparece comúnmente en la mayoría de los manuales de economía internacional, donde se define como un registro estadístico que resume sistemáticamente las transacciones económicas entre una economía y el resto del mundo.

Pero la balanza de pagos no es sólo un registro estadístico – contable (en donde su saldo siempre será igual a cero), sino “un tema eminentemente económico, dada su importancia que tiene cada uno de sus componentes en la economía de un país”.¹⁰⁷ Puede ser utilizado, por ejemplo, como una herramienta para el diagnóstico de la situación externa de un país, estudiando el entorno y los vínculos

¹⁰⁶ En capítulo anterior ilustramos que para el FMI, la causalidad es del siguiente orden: es el acceso a los flujos de capital lo que permite mantener y ampliar el déficit comercial o de cuenta corriente de cualquier país, donde la paridad cambiaria es determinada independientemente de la situación que guarde la balanza de comercio exterior.

¹⁰⁷ Situación que es estudiada para Argentina en el texto de Alfredo T. García (1998).

económicos de un país con el resto del mundo, ya sea de forma agregada o por sectores económicos o estudiando la composición y naturaleza de las principales exportaciones e importaciones del país.

A la vez, puede ser un instrumento que resalte elementos teóricos y hechos empíricos, para entender cuales son los mecanismos de política comercial e industrial que de manera más eficaz impulsen una estrategia de desarrollo, ¹⁰⁸ evaluando los problemas de ajuste externo. ¹⁰⁹

Por ejemplo, la historia de la posguerra de la gran mayoría de los países en desarrollo ha sido, la historia de los continuos y crecientes desequilibrios en su balanza de pagos, sobre todo, la brecha comercial, aparece como un problema intrínseco a su proceso de crecimiento. ¹¹⁰

Regresando, entonces, desde su punto de vista conceptual estos desarrollos teóricos (enfoque de flujos y el enfoque de activos) buscan responder el origen del desequilibrio externo y las políticas y mecanismos de ajuste, consecuentemente también, la determinación cambiaria. Sin embargo, estos han mostrado límites en cuanto la explicación actual del comportamiento cambiario en los países en desarrollo, en especial de América Latina, donde presentan un déficit más pronunciado en sus balanzas de cuenta corriente y comercial, mostrando además, un alto grado de apreciación de sus monedas locales.

Por una parte, el mercado de divisas no puede ser considerado como un mercado similar al de cualquier otro bien (como sostiene el enfoque de flujos), ya que el tipo de cambio de una moneda, no es un bien común. En el comportamiento de las divisas se reflejan los intereses de diversos agentes económicos. Lo cual puede

¹⁰⁸ Otro texto que nos ayuda en dar otra lectura a la balanza de pagos es A. Rozenberg (2000).

¹⁰⁹ Como ejemplo, podemos citar el caso de la economía del país. Después de la crisis de 1982, en el marco de los programas de estabilización y ajuste, se provocaron devaluaciones del tipo de cambio para permitir una reducción de importaciones y el incremento de exportaciones, con el objetivo de generar un superávit de cuenta corriente que permitiera disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de carencia de flujos externos (Goicoechea, 1999:85).

¹¹⁰ De ahí, que el desequilibrio de la cuenta comercial, y el papel del tipo de cambio han sido relevantes en las sucesivas crisis de la balanza de pagos de México 1954, 1976, 1982, 1986 y 1994, causando un problema en la dinámica económica en México. Además de que el déficit comercial después de la devaluación de 1954, reapareció en 1956, para ya no desaparecer.

mostrarse durante la última década (1980 – 1990) en México, donde las devaluaciones han sido incapaces de corregir por sí solas el desequilibrio exterior, las fluctuaciones del tipo de cambio real observadas en el periodo no han ejercido una influencia perceptible en la propensión a importar (Mántey, 2004), como se esperaría bajo los supuestos del enfoque de flujos.

Por otra, para el enfoque de activos, tipo de cambio actual depende estrechamente del valor que se espera tenga en el futuro, que a su vez depende de las expectativas que se forman en el presente acerca de las variables susceptibles de influir en el tipo de cambio en el futuro. Expectativas que se forman dentro de un contexto de mercados financieros integrados internacionalmente, bajo un entorno de volatilidad e incertidumbre. Para este enfoque, el papel del tipo de cambio, es lograr el equilibrio entre el flujo de capitales y el balance de la cuenta corriente.

Por lo que se plantea como una necesidad estudiar el peso de los flujos de capital para establecer su influencia en el tipo de cambio. Al parecer los enfoques en la explicación de la determinación del tipo de cambio han sufrido un desplazamiento teórico, con base en la interpretación que se le da a un déficit en cuenta corriente. Anteriormente el estudio de la determinación del tipo de cambio partía del enfoque de la teoría del comercio internacional, donde el problema era determinar la política de balanza de pagos a seguir.

Ahora, se presupone que predomina el análisis de las finanzas internacionales, que plantea un escenario donde los mercados financieros se encuentran altamente integrados, bajo condiciones de alta flexibilidad de precios y elevados niveles de competencia e información.

Para R. Villareal (1986:239 – 281), “en los países en desarrollo las políticas cambiarias enfrentan el problema del desequilibrio en la balanza de pagos, porque son un instrumento fundamental de la estrategia de desarrollo, tanto de crecimiento “hacia dentro” mediante la sustitución de importaciones o de crecimiento “hacia fuera” por medio de la promoción de las exportaciones”.

Donde “su proceso de ajuste al desequilibrio externo se deben analizar no sólo en el contexto macroeconómico de corto plazo sino, también, en el propio contexto dinámico de una economía en crecimiento y en proceso de cambios estructurales” (Villareal, 1986:245). Las causas de la brecha comercial, se encuentran más en los desajustes estructurales que en la distorsión en precios y costos, como se apunta en la teoría económica dominante.

Como lo sostuvimos desde un inicio, a partir del desmantelamiento del régimen de “paridades fijas, pero ajustables”, se inició un período de régimen de flotación y fluctuación generalizada en donde existe una mayor relevancia de los mercados financieros.

Los regímenes cambiarios en América Latina han mantenido una relación especial con el dólar estadounidense, pues esta moneda ha permanecido como el medio de pago, denominador internacional y reserva de valor, lo que ha significado una mayor volatilidad en los tipos de cambio de las monedas de este espacio, en virtud de la flotación libre del dólar en relación con las monedas de las principales economías del mundo.

Las economías en desarrollo, en especial las de América Latina, presentan un déficit más pronunciado en sus balanzas de cuenta corriente y comercial, mostrando además, un grado de apreciación de sus monedas locales, combinado con medidas de liberalización de largo alcance en los mercados financieros, que le han posibilitado la afluencia de una gran cantidad de recursos de corto plazo, en donde se señala que una de las bondades de dichos flujos está el ser una fuente de financiamiento del déficit de cuenta corriente.

Actualmente, el proceso de apertura y liberalización de los mercados financieros ha generado una relación estrecha y compleja entre la brecha comercial, comportamiento cambiario y flujos de capital. Situación que pasaremos a abordar para el caso de México en particular, pero en el contexto general de las economías de América Latina.

III. Acercamiento a los factores explicativos de los tipos de cambio: el caso de México, 1989 – 2004.

La actual interdependencia e internacionalización de los mercados financieros – como ya se señaló – puede buscarse en el surgimiento del mercado de eurodólares, a finales de los años cuarenta,¹¹¹ siendo significativa la presencia de América Latina, en el despegue de dicho mercado al inicio de los setenta, que junto con el fin de los Acuerdos de Bretton Woods en 1971 y el reciclaje de los petrodólares iniciado en 1973 dieron nueva dimensión a el desarrollo de los mercados internacionales de crédito privado.¹¹²

Particularmente, América Latina¹¹³ y el conjunto de los países en desarrollo, son afectados de diversas formas por estos hechos, que han sido determinantes en su dinámica y desempeño. Estos países le han apostado, en gran medida, a basar su crecimiento y buscar una estrategia de desarrollo, al mismo tiempo, en los recursos externos.

Las tendencias de los flujos de capital en México durante los últimos 20 años, se pueden clasificar en tres periodos (Díaz – Bautista y Rosas Chimal, 2003). Ubicándose una primera etapa de 1971 a 1982, cuando se tiene una entrada

¹¹¹ Debido a consideraciones de la guerra fría la ex – Unión Soviética colocó sus tenencias en dólares afuera de Estados Unidos y los situó en bancos franceses e ingleses para evitar una posible congelación de sus cuentas. Cuando Estados Unidos impuso controles de capital en los sesenta, tanto bancos como las empresas “descubrieron” el mercado de eurodólares como fuente de fondos para sortear los controles de cambio y así financiar sus operaciones (Appleyard y Field, 2003:459).

¹¹² El denominado mercado de eurodólares y posteriormente de eurodivisas y centros financieros *off - shore*, se desarrolló con fuerza desde la segunda parte de los años sesenta. En 1965 sus operaciones alcanzaron los 15 000 millones de dólares y cuatro años después se triplicaron, alcanzando la cifra de 44 000 millones de dólares. Durante este periodo, este mercado tuvo una tasa media anual de crecimiento de 30% que es con mucho superior a la alcanzada por la producción y el comercio mundial, convirtiéndose en las piedras angulares de creación de medios de pagos internacionales. (Vidal, 2000:35 – 36 y Vidal, 2001: 78 – 94).

¹¹³ Para G. Vidal (2001: 78 – 94) “hacia mediados de la década del setenta, cuando se inicia la ruptura del régimen de Bretton Woods y la crisis de largo plazo (...) la fuerza relativa de las principales economías se ha modificado y el desplazamiento hacia el exterior de sus capitales presenta también elementos nuevos” (...) “Por tanto, se puede sostener que regiones enteras de países en vías de desarrollo no participan como demandantes de crédito en los mercados privados internacionales. Es el caso de prácticamente toda el África, Asia Oriental y los países mediterráneos”. Véase también a, E. Correa (1984) y para una propuesta metodológica del análisis de las transformaciones a propósito de “el mayor control privado” véase a S. Lichtensztein (1984).

considerable de capital por medio de los créditos de los bancos comerciales internacionales.

Destacan en particular los créditos obtenidos por México y Brasil, que entre 1976 y 1980, concentraban más de la mitad del valor de las emisiones del total de los países en desarrollo, con cuotas que superaban los 27.500 y 22.500 millones de dólares, respectivamente (Palazuelos, 1998: 30 – 31), además de presentar un cambio de acreedor principal, de uno de carácter público a otro de índole privado.¹¹⁴

El desplome en los precios del petróleo en 1979 y 1981, precedieron la crisis de la deuda externa para México, que constituye un punto de quiebre en el cierre de los mercados financieros internacionales, y el inicio de la segunda etapa, de 1982 al primer semestre de 1989, periodo en el que se suspendieron los créditos externos y el país se convirtió en exportador neto de capitales.

El sub periodo de 1982 – 1988 estuvo dominado por la necesidad de hacer frente a los problemas de corto plazo y de estabilizar la economía en un contexto de escasez de divisas y de una elevada inflación. En general, los países deudores, con diferentes ritmos y profundidad, aplican una política económica destinada a garantizar el pago de los compromisos de la deuda externa.

A partir del segundo semestre de 1989, año que marca la tercera etapa que se extiende hasta el presente, cuando México retorna a los mercados internacionales de capital.

¹¹⁴ “En el año de 1971 del total de la deuda externa pública de los países subdesarrollados tan sólo el 18% estaba contratada en los mercados privados. En los siguientes diez años los datos varían con fuerza, al punto que para este conjunto de países el 42% de su deuda externa estará contratada con agentes privados. Sin embargo, la situación de México es distinta el mismo año de 1971, cuando del total de la deuda pública externa el 50.4% está contratada en los mercados financieros. Es incluso mucho mayor que la media de América latina que se sitúa en 24.6%” (Vidal, 2001: 86). Durante este periodo México incremento su saldo en deuda externa en más de 100% anual.

Después de aplicar programas de estabilización ¹¹⁵ y ajuste estructural, se inició una tercera etapa de un plan global, con el proceso de apertura y liberalización de los mercados financiero y comercial, ¹¹⁶ acompañada con la estabilización del tipo de cambio y con tasas de interés atractivas, con el fin de acceder a los mercados financieros, lo cual le contó para considerarla como una economía emergente. ¹¹⁷

Lo anterior, permitiría, desde la perspectiva de los que impulsan la política económica, allegarse de flujos de capital para alentar el ahorro externo, ante un ahorro interno insuficiente. Este excedente de recursos sería canalizado al sector productivo, buscando financiar el desequilibrio en la cuenta corriente, en particular la cuenta comercial, incentivando con ello la inversión, el ingreso, consecuentemente, fomentado el crecimiento y desarrollo. ¹¹⁸

Así se procedió a eliminar por tres vías fundamentales ¹¹⁹ las restricciones sobre los flujos de capital a corto plazo que existía en el país, para generar las

¹¹⁵ Los programas garantizaron cierto tipo de estabilidad, al tiempo de conseguir generar los recursos para pagar la *fractura de la deuda externa*. En ese contexto deben de ubicarse el superávit comercial logrado a partir del tercer trimestre de 1982, hasta el tercer trimestre de 1998. Donde el saldo positivo se convirtió en una de las principales fuentes de divisas (Goicoechea, 1999:85).

¹¹⁶ Los procesos de apertura y liberalización, forman parte de una estrategia de reformas de amplio alcance a fin de aumentar la función económica del sector privado y dar mayor margen a la acción de las fuerzas de mercado, acelerando la inserción del país en la economía mundial, los cuales se inician de la mano del rápido crecimiento de la deuda externa de los años setenta

¹¹⁷ El cumplimiento de dichas características, dentro del conjunto de economías en desarrollo, reducen el número de posibles emergentes. Para J. Goicoechea (2000:330) economía emergente, en sentido estricto, se define como un país en desarrollo con bolsa de valores local, capacidad de emisión de deuda interna y libre convertibilidad de su divisa. “Es decir, prospectos para el endeudamiento privado externo a corto plazo.”

¹¹⁸ Alfredo Guerra – Borgues (2001) analiza las diferentes hipótesis (“del buen comportamiento” y “movilidad del capital y desarrollo) sobre la afluencia de capitales, contrastando de la teoría neoclásica, con sus resultados, donde su utilidad “depende de que la explicación tenga algo que ver con la realidad”.

¹¹⁹ En el contexto del inicio de un proceso de recesión en Estados Unidos a principios de 1990, y con el establecimiento formal de las negociaciones del Tratado de Libre Comercio, con Estados Unidos y Canadá (TLCAN). En general, los procesos de apertura en México para la inversión de cartera han seguido la aplicación de programas de ajuste y estabilización, la renegociación de la deuda externa y de reformas en el mercado estadounidense para permitir la colocación de fondos en el exterior.

condiciones propicias para su afluencia, adaptando, la economía, el mercado financiero y los intermediarios locales a las nuevas condiciones presentes en los mercados financieros internacionales (Griffith – Jones y Stallings, 1995; Griffith – Jones, 1997; Penido de Freitas y Magalhães Prates, 2000; Correa, 1996,1998, 2001, 2004; Ros y Moreno – Brid, 2004; Vidal, 1999).

La primera fue la apertura y desregulación de los mercados financieros internos, con la que se disminuyeron las barreras para la operación de los agentes financieros extranjeros, adecuando la legislación y la reglamentación para el crecimiento del mercado y las formas del crédito de los agentes financieros privados.¹²⁰

En la segunda, se contemplo, una reducción drástica de la prima del riesgo país¹²¹ a raíz del acuerdo para aliviar la carga de la deuda, la caída de las tasas de interés internacionales y la amortización de la deuda externa, financiada con los ingresos de las privatizaciones en el periodo de 1991 – 1992.

Mientras que la tercera, se consiguió, con la apreciación real del tipo de cambio y las elevadas tasas de interés que predominaron en las etapas iniciales del programa antiinflacionario de fines de 1987, además de un incremento de los precios en las acciones.

Estas vías, van de la mano con la elección del régimen cambiario de flotación. México se convirtió voluntariamente en el primer país de América Latina en optar por un tipo de cambio flexible,¹²² que a decir de algunos analistas ha permitido reducir distorsiones en un contexto de crecimiento, con inflación decreciente,

¹²⁰ Medida que consideró la liberalización del sector financiero y bancario, el surgimiento y fortalecimiento del mercado accionario, al igual que, la apertura de todos los rubros de la cuenta de capital.

¹²¹ Llamada también *premio*. Refleja la brecha entre el grado de riesgo de los bonos nacionales y extranjeros; es, un rendimiento adicional que se pagaría para compensar el mayor riesgo asociado a los activos financieros de un país con respecto a los extranjeros. Una prima positiva, refleja el mejoramiento de la imagen de México como “buen lugar donde invertir”.

¹²² Otros lo llaman flotación sucia, tipo de cambio flexible monitoreado o semiflexible.

además de reducir la vulnerabilidad a los capitales de corto plazo ¹²³ sin necesidad de controles de cambio ¹²⁴ (Carstens y Werner, 2000).

Lo anterior logro generar las condiciones para un “renovado acceso a los mercados internacionales de capitales” (CEPAL, 2001:i – xvi), en un contexto de mayor competencia entre los países, donde los llamados países en transición, ¹²⁵ constituyen los nuevos demandantes de recursos financieros, sumandos a los países en desarrollo.

Esta nueva etapa considerada renovada, pero volátil, los capitales se han distribuido de forma desigual por regiones y países. Además de generar una mayor inestabilidad financiera y consecuentemente productiva, reproduce y profundiza asimetrías e inequidades. ¹²⁶

A partir de 1995, México ha experimentado una leve recuperación de flujos de cartera, sin alcanzar los niveles de crecimiento experimentados previos a la crisis de 1994, que fue acompañada de sucesivas crisis financieras – monetarias: Argentina (1995), Asiática (1997), Brasileña y Rusa (1998).

En esta etapa, las nuevas fuentes de financiamiento externo, al igual que las experimentadas en la década de los noventa, han sido en su mayoría de origen

¹²³ Sin embargo, también ha experimentado una alta variabilidad. Las variaciones bruscas del mismo generan incertidumbre a los agentes encargados de tomar las decisiones de inversión y en consecuencia, debilitan las posibilidades de desarrollar el sector de bienes exportables (Levy, 1998:222 – 224).

¹²⁴ Diversas consultarías establecidas en México (Center for Economic Forecasting of México, Consultoría Prognosis y Cambios de Monex), sostienen que al cumplirse diez años del régimen de libre flotación del peso, la economía mexicana no ha resentido inestabilidad cambiaria, fugas masivas de capitales ni aumentos bruscos de la tasa de interés. Un régimen de tipo de cambio flexible ha traído mayor estabilidad a la moneda. Véase a *El Financiero*, jueves 23 de diciembre de 2004, pág. 4

¹²⁵ Los principales receptores en la década de los noventa fueron, Polonia, la República Checa, y Hungría, dentro del grupo de Europa Oriental y Central y los Estados Bálticos; asimismo, Rusia y Kazajstán dentro de la Comunidad de Estados Independientes (Sánchez – Daza, 2003:212).

¹²⁶ América Latina y Asia, concentraron poco más de las terceras partes de los flujos de capital privado durante 1990 – 2002, con un 41% y 30%, respectivamente. Los países en transición recibieron 13%, mientras que África y Medio Oriente, participaron con el 8%, cada una, siendo una participación marginal (Sánchez – Daza, 2003:201 – 204).

privado ¹²⁷ bajo dos formas, inversión de cartera y directa ¹²⁸ (CEPAL, 2001:2 – 19). Situación que se generaliza para toda América Latina. ¹²⁹

De modo tal, podemos establecer un sentido de causalidad de los flujos de cartera para México, pudiéndose correlacionar directamente a los cambios en la rentabilidad ofrecida en los mercados de títulos, a las variaciones de la tasa de interés ¹³⁰ y tipos de cambio, ¹³¹ como con las perspectivas en la conducción de políticas económicas, asociadas a la adopción de reformas llamadas estructurales. ¹³²

Sin embargo, la evidencia empírica muestra que los flujos internacionales de capital tienden a afectar considerablemente el comportamiento de variables

¹²⁷ La composición de los flujos de capitales hacia América Latina en los últimos treinta años ha cambiado. “La participación de los flujos oficiales cayó de 23% del total en 1970 a 0.4% en 2000, mientras que en las corrientes de capitales privados se destacó una mayor participación de los flujos de cartera (acciones y bonos), que pasó de 1.3% a 20% entre 1970 y 2000, seguida por la inversión extranjera directa, que aumentó de 25% a 74%”, donde un porcentaje significativo correspondió a fusiones, adquisiciones y privatizaciones” (Moguillansky, 2002). Actualmente existe una discusión sobre el papel de la IED en los países en desarrollo. G. Vidal apunta que habrá que destacar el contenido de la expansión de la IED, la cual, esta asociada a un proceso de fusiones y adquisiciones de firmas que están operando por lo que no constituyen un impulso ineludible a la ampliación de la capacidad de producción (Vidal, 2001 y Vidal, 2005)

¹²⁸ Tradicionalmente se han destacado diferencias cualitativas entre ambos tipos de inversiones. Para Sánchez – Daza (2003:204 – 213) las fluctuaciones del financiamiento externo privado se encuentran asociadas con la naturaleza y la composición de los capitales, que poseen horizontes temporales diferentes y responde a diferentes incentivos. Pero en general, la primera es definida como aquella inversión que implica el control administrativo de una empresa o entidad residente en país, por otra empresa residente en otro país. Mientras que la segunda son inversiones realizadas a través de los mercados de dinero (títulos de gobierno) y capital (acciones), en la adquisición de bonos y otros instrumentos financieros o en la compra de acciones de empresas locales, sin que necesariamente implique el control de una empresa.

¹²⁹ Los coeficientes de variación de los flujos de capital hacia América Latina, presentaron el siguiente comportamiento, de 1990 – 1995, la inversión extranjera directa con un 0.23%, inversión accionaria, 0.62%, bonos, 0.64%, banca comercial y otros créditos, 1.03%, mientras para 1996 – 2000, los mismos indicadores, 0.24%, 0.69%, 0.58%, y 0.89%, respectivamente (Moguillansky, 2002:52).

¹³⁰ Márquez Pozos et al., (2003), encuentran evidencia empírica a través de ejercicios econométricos, donde la inversión de cartera está determinada por estas dos variables, rentabilidad de los índices accionarios de la BMV (IPC) y de los rendimientos ofrecidos por los Cetes, en términos de dólares, durante el periodo, 1989 – 1999.

¹³¹ En un estudio reciente Roberto Góchez (2004), identifica como uno de los determinantes económicos directos del flujo de inversión extranjera de cartera hacia México, entre 1989 y el 2004, a la variación del tipo de cambio, tanto nominal, como real. Concluyendo que la tasa de depreciación, tanto del tipo de cambio nominal, como del real, tiene un efecto negativo sobre estos flujos en la economía mexicana. A los tipos de cambio lo considera como variables de rentabilidad.

¹³² Impulsadas desde los años ochenta a través de las políticas del “Consenso de Washington, de las reformas de segunda generación en los noventa y las recientes propuestas de políticas financieras contenidas en la llamada “Nueva Arquitectura Financiera Internacional” (Correa, 2001).

macroeconómicas relevantes y a los instrumentos de los que dispone las autoridades públicas de los países receptores para elaborar su política económica, contrarrestándose el beneficio que se pudiera obtener del financiamiento externo en una época de liquidez, pero también de apertura y de gran volatilidad de los flujos de capitales.

Siguiendo a J. Williamson (1995), los movimientos de flujos de capital pueden generar apreciaciones del tipo de cambio temporales, de percepción o de carácter permanente, las cuales pueden provocar distorsiones de distintas magnitudes en la estructura de precios, desequilibrando la cuenta corriente de la balanza de pagos, impulsando a la industria de bienes no comerciales a expensas de la industria de bienes comerciales.

Por ejemplo, en los países de América Latina en la década de los noventa, se acepta que las entradas masivas de capital externo generaron un grado de apreciación del tipo de cambio real, lo que a su vez afectó negativamente la competitividad del sector externo, presentándose crecientes déficit en cuenta corriente (FMI, 1998, 1997 ; BID, 1996; CEPAL, 2001, 2003).

Evidencia que Sebastián Edwards (1996) encuentra en un estudio para ocho países seleccionados de América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú, Uruguay y Venezuela), en donde el tipo de cambio real ha experimentado fuertes apreciaciones en la década de los noventa, sosteniendo, además, que esta apreciación ha sido en parte, el resultado de las entradas de capital, que en gran medida corresponde a inversiones de cartera.

El fenómeno de la apreciación cambiario, implica entre otros procesos,¹³³ el abaratamiento del dólar y, por tanto, de las importaciones, que suponiendo todos los demás factores constantes, en estos países, se tendría un efecto de encarecer sus productos para los extranjeros, presionando el déficit de comercio exterior, al abaratare las importaciones y encarecerse las exportaciones nacionales.

¹³³ Una moneda apreciada, provoca teóricamente, una disminución de la inflación interna, como consecuencia de comprar en el extranjero productos más baratos que si se produjeran internamente.

Para México, la entrada de capitales de corto plazo, viene acompañada por un deterioro de la brecha comercial, que se profundizó conforme aumentaba el flujo de recursos externos,¹³⁴ provocada por una apreciación cambiaria persistente. Lo que tradujo para México en crecientes problemas para el sector externo, al abaratare las importaciones y encarecerse las exportaciones nacionales.

Sin embargo, como se ha sugerido, que los déficit en cuenta corriente están convirtiéndose en un concepto pasado de moda en un mundo cada vez más integrado, en el que los flujos corrientes y de capital se ven impulsados principalmente por decisiones privadas, más que públicas (FMI, 2002).

En consecuencia, un déficit en la cuenta corriente no constituye un problema macroeconómico serio porque se trata de un déficit generado por el endeudamiento de los agentes privados, que estará importando consumo presente y exportando consumo futuro. Se trata de un consumo intertemporal (Krugman y Obstfeld, 2001:316).

Desde este punto de vista, conocido como la doctrina Lawson, los desequilibrios de la balanza comercial dejan de ser un tema de preocupación. La viabilidad de mantener un déficit comercial no tiene límites, en tanto se disponga de *medios de financiamiento*. Afirmación, que lejos está de considerar las condiciones, desarrollo y el contexto histórico, además de la dinámica de la brecha, intención que esperamos reflejar en el apartado siguiente.

¹³⁴ Enrique Palazuelos (2001:20) llama la atención, en cuanto a los problemas generados por la brecha comercial, ya que estos van más allá de un desequilibrio macroeconómico, para situarse en la extremada dualización o comportamiento asimétrico entre el minoritario sector orientado a la exportación y el grueso del tejido empresarial, que es la causante de generar las distorsiones de la estructura productiva interna. Así, “el rasgo más importante que se deriva de la dinámica exportadora estriba en que su propia expansión determina un aumento más elevado de las importaciones, lo que fomenta el desequilibrio comercial.” El autor estudia el desequilibrio externo y el crecimiento en México desde una perspectiva de largo plazo.

3.1 La brecha comercial y el financiamiento estructural.

Anteriormente se consideraba al desequilibrio externo ¹³⁵ como un referente obligado de la situación de un país respecto de su sector externo y sus posibilidades de crecimiento endógeno, ya que en su comportamiento se contabiliza las operaciones de ventas y compras externas tanto de bienes como de servicios, los cuales son una fuente directa de incremento o reducción de las divisas que posee el país y mide la cuantía y el sentido del endeudamiento externo, estando directamente relacionada con la estructura productiva de la economía.

Por ello, se sostiene que el crecimiento económico de un país en desarrollo está sujeto a la restricción externa, dada la relación que guarda el crecimiento de las exportaciones con el de las importaciones, así como los flujos de capital necesarios para financiar la brecha externa. Lo que refleja la incapacidad estructural de México y de los países de América Latina en general, de generar las divisas necesarias para asegurar la continuidad del proceso de reproducción de capital (A. Guillén, 2001:60).

En consecuencia el desequilibrio externo se explica como un fenómeno intrínseco al patrón de crecimiento de estas economías, presente tanto en el modelo agrario – exportador, vigente hasta la crisis de los años treinta del siglo pasado, como del modelo de sustitución de importaciones que inicia durante los años cuarenta, y todo indica que también, del actual modelo de economía abierta liderado por las exportaciones de manufacturas, que se comenzó a ejecutar en los años ochenta, siendo el desequilibrio de origen estructural, entendido, entre otros aspectos, como la reproducción de los términos de intercambio.

Dando como resultado una estructura productiva altamente dependiente de insumos importados, que es acompañado por distorsiones en precios y

¹³⁵ Entendemos como sinónimos a la restricción, desequilibrio y brecha externa, que se refiere al déficit en la balanza de pagos en cuenta corriente, en especial, en cuenta comercial.

costos,¹³⁶ como se postula en la teoría económica predominante, la cual no toma en consideración, hasta ahora, las características de los países en desarrollo.

Por ejemplo, la brecha comercial aparece como un problema específico en el desarrollo y crecimiento de México. Durante el llamado desarrollo estabilizador, asociado al logro de tasas de crecimiento del 6% anual, con una generación de empleo a una tasa promedio anual de 2.3%, superando ligeramente a la tasa de crecimiento de la población económicamente activa. Los déficit de la cuenta comercial y corriente de la balanza de pagos crecieron a una tasa media anual de 15.1% y 9.7% respectivamente.¹³⁷

De esta forma, desde la década de los sesenta, el crecimiento de la economía mexicana tendrá como condición necesaria un déficit comercial, el desequilibrio externo se presenta como una de las restricciones más severas a su crecimiento (Villareal, 1974), se destaca, entonces, que “una economía en crecimiento tiene una tendencia a producir un déficit crónico en la cuenta corriente de la balanza de pagos”.¹³⁸

En ese sentido, desde ese tiempo, se habla de una *necesidad de financiamiento estructural*¹³⁹ (H. Guillén, 1997: 179). En los países Latinoamericanos esta necesidad se ha mantenido a pesar de haber transitado por la sustitución de importaciones de bienes de consumo, y tras haber elevado sustancialmente sus exportaciones de productos manufacturados, donde sin

¹³⁶ A los cuales se confunden con los factores que explican las causas originales del desequilibrio externo, siendo solo mecanismos de propagación, esto es, factores que agudizan y aceleran el propio desequilibrio (Villareal, 1986:392 – 393).

¹³⁷ Heliana M. Huerta y María F. Chávez (2003), presentan un contraste de modelos de crecimiento en México, desde los años cuarenta hasta nuestros días, destacando indicadores económicos y sociales en su evaluación.

¹³⁸ Juan F. Noyola (1949). *Desequilibrio fundamental y fomento económico*, Tesis, Facultad de Economía, UNAM, México. Citado por Héctor Guillén (1997:174).

¹³⁹ Otros autores lo plantean a través de la “restricción de la balanza de pagos”. Donde el déficit de la cuenta corriente es visto como una restricción al crecimiento económico. Lo anterior es analizado a través de la “Ley de Thirlwall”, que plantea como premisa que el déficit de la cuenta corriente no se puede financiar de manera indefinida. La posición de Thirlwall es que, “existe una estrecha correspondencia entre el crecimiento del producto y la relación del crecimiento de exportaciones a elasticidad ingreso de demanda de importaciones.” Juan Carlos Moreno – Brid (1998b:696), afirma que en la Ley de Thirlwall “la falta de divisas coloca un techo superior a la tasa de expansión de la demanda agregada y, consecuentemente, a la tasa de crecimiento del producto e ingreso nacional”.

embargo, la propia expansión exportadora determina un aumento más elevado de las importaciones.

Más aún, tiende a complicarse, en la medida de que el deterioro en los términos de intercambio, tanto en términos reales (productividad del trabajo) como nominales (precio de exportaciones / precio de importaciones) que anteriormente se apreciaba sólo en su comercio de productos primarios, se ha extendido en años recientes al comercio de sus manufacturas.

Para México, el incremento notable de las exportaciones se inicia en el año de 1995, cuando la economía registra la mayor contracción de los últimos años. Desde este periodo y hasta ahora, las exportaciones manufactureras son un componente muy importante de las exportaciones totales, como también las provenientes del sector maquila, donde las empresas más dinámicas e importantes en este sector, son las transnacionales, de la industria automotriz y la maquila de equipos eléctricos y de partes automotrices (Vidal, 2001b: 146 - 148).

Tanto las empresas maquiladoras, como la industria automotriz prácticamente no incorporan bienes intermedios producidos en el país e incluso la maquinaria y equipo que se utilizan es mayormente importada. Lo que se agrega en México es energía y salarios (Vidal, 2001b:147), lo cual sugiere que el contenido de la plataforma de exportación que se está desarrollando desde México, a partir del TLCAN, es ajena a la construcción de vínculos productivos locales,¹⁴⁰ pero no, a cadenas productivas regionales de carácter transnacional.

Así, el crecimiento de un país en desarrollo, causa un desequilibrio comercial, que implica fuentes de financiamiento. Los años de mayor prosperidad económica para México, en términos de crecimiento del ingreso nacional han estado acompañados de una profundización del déficit comercial (Alatone, 1986; Palazuelos, 2001; y Villareal, 1974).

¹⁴⁰ En otro texto G. Vidal (2005), sostiene que las transformaciones realizadas por los países en desarrollo para ofrecer más incentivos y dar mayor acento a las estrategias de promoción de la IED, "constituye un medio de profundización del subdesarrollo".

Donde aún un repunte económico moderado produce un alto crecimiento de las importaciones. Se ha probado (Varela, 1999; Galindo y Cardero, 1999), que el ritmo de crecimiento de México influye significativamente en la evolución del déficit comercial debido al efecto que tiene en el crecimiento de las importaciones, entonces, “una moderada reactivación de la economía se acompaña de un rápido deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos” (Moreno – Brid. 1998:703).

Se considera como mecanismos para el financiamiento externo, en moneda extranjera, a la inversión extranjera directa o inversión extranjera de cartera, por medio de la deuda pública interna (mercado de dinero), y privada (mercado accionario), los capitales provenientes del exterior propiedad de nacionales, o el incremento del volumen o del valor de las exportaciones.

La experiencia de México, indica que rara vez el financiamiento ha sido cubierto con el ahorro externo estable (inversión extranjera directa) y nunca ha sido cubierto por divisas generadas por las exportaciones o por colocaciones en el exterior.

Esta necesidad de financiamiento estructural para México, ha estado presente y determinada por una dinámica del contexto mundial, particularmente sujeto a las fluctuaciones cíclicas de la dinámica del mercado de Estados Unidos, país con el cual conserva su más estrecha dependencia productiva, comercial y financiera.

Al igual que los países de América Latina, México, desde un aspecto contable, sus cuentas externas están vinculadas al llamado efecto “espejo”, que asocia los comportamientos de la balanza de cuenta corriente y la de capital, que por lo general su relación es inversa, pero donde los montos, composición y naturaleza del financiamiento, la dinámica de la brecha externa, y el comportamiento cambiario presenta conductas diferenciadas, pero

íntimamente relacionadas al tipo de apertura realizada en cada país.¹⁴¹

Veamos, en una primera etapa, el déficit externo se financió en los años cincuenta y sesenta con exportaciones agrícolas y turismo, mientras que la composición de financiamiento en la década de los setenta, eran los créditos oficiales¹⁴² (donaciones, créditos otorgados por el FMI, créditos bilaterales, multilaterales), que junto a los ingresos de las exportaciones de petróleo, proporcionaron una cantidad sin precedentes de divisas que ayudó a financiar la brecha comercial y una estrategia de crecimiento.

Con una brecha comercial que ha estado presente desde entonces. Después de la devaluación de 1954, reapareció en 1956, para ya no desaparecer hasta 1983 y después de 1987, los tradicionales déficits reaparecieron. En los primeros años la composición del comercio exterior es poco dinámica y escasamente diversificada, con unas exportaciones concentradas en productos primarios sujetos a un deterioro histórico de su poder de compra.

Lo cual puede asociarse claramente con los diferentes regímenes cambiarios, donde de 1948 a la fecha México, ha transitado por una gran variedad de estos. Durante 1948 – 1949, el régimen cambiario fue flotante, en tanto, de 1957 – 1976, operó un tipo de cambio fijo, en el marco de los Acuerdos de Bretton Woods, donde algunas de sus características teóricas y sus resultados empíricos fueron abordados en apartados anteriores.

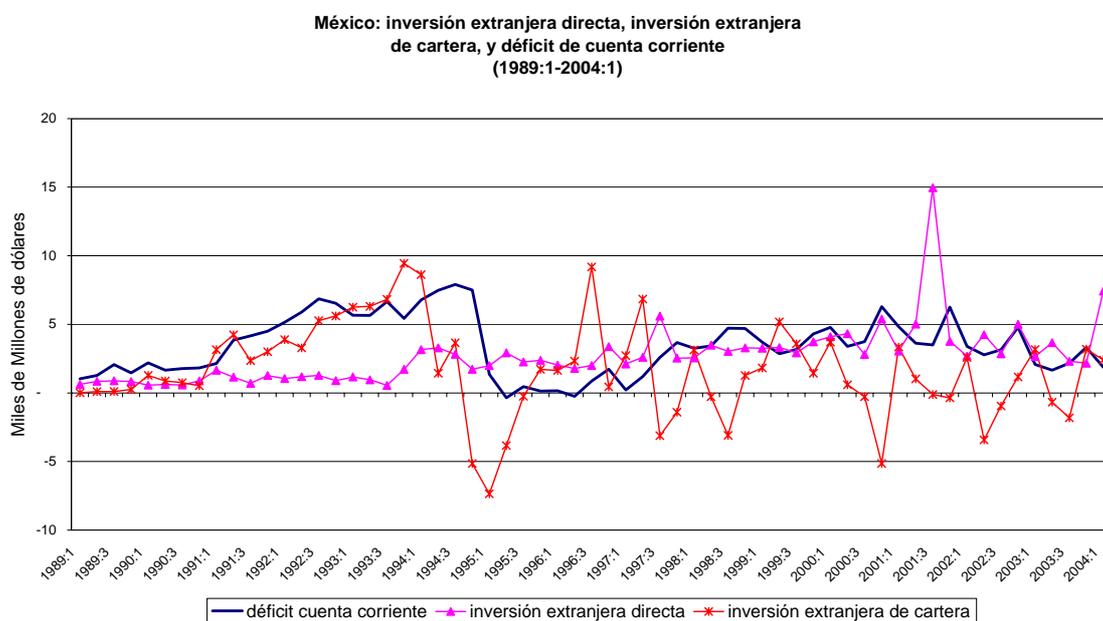
Posteriormente, México, junto con algunos países principalmente de América Latina, fueron relevantes para el desarrollo de los mercados internacionales de crédito privado, tendencia que se mantiene hasta ahora.

¹⁴¹ Alfredo Sánchez – Daza (2003:200 – 213), analiza las corrientes de capital por regiones y tipo de inversión de 1990 – 2002, en las economías llamadas economías emergentes. Donde África y Medio Oriente, la participación en la afluencia de capitales fue marginal, con un 8% cada espacio, mientras las economías beneficiadas fueron las de América Latina y Asia, con 41% y 30% respectivamente. La afluencia de capitales para el financiamiento estructural en los países en desarrollo, se presenta en escenarios diferentes para las diversas regiones o incluso para países específicos. Sin embargo, para J. Goicoechea (2000), las diferentes particularidades se enmarcan dentro de la tendencia general determinada por el movimiento cíclico de los países desarrollados.

¹⁴² La deuda pública total en 1976 fue de 27.5 millones de dólares, para 1981 ascendía a 74.9 millones.

En el periodo de 1970 – 1989, los recursos oficiales para este espacio económico representaron 45% y los privados 55% (el resto estaba bajo otra modalidad), mientras que en el periodo de 1990 – 2002 las proporciones fueron 20% y 80%, respectivamente (Sánchez – Daza, 2003:197 – 198), donde estos últimos explican la mayoría del financiamiento de las economías en desarrollo, ¹⁴³ particularmente la de México ¹⁴⁴ (Moreno – Brid, 2002: 13 – 50). La relación entre la entrada de inversión extranjera de cartera y la brecha externa se puede establecer en la gráfica 3.

Gráfica No. 3



Fuente: Banco de México.

Nota: El saldo de la cuenta corriente está definido aquí como Importaciones menos Exportaciones de bienes y servicios.

¹⁴³ Para América Latina, la afluencia de tal capital destaca el periodo 1992 – 1993, que esta ligeramente por encima de la anterior marca histórica, de 4.5% en 1977 – 1981, y muy por encima del promedio de 1983 – 1989.

¹⁴⁴ El ingreso de capitales en México fue significativo en este periodo, representando más del 50% del total recibido por la región, donde las acciones en cartera y los bonos surgieron como nueva fuente financiera, en tanto los préstamos de los bancos comerciales se reducía marcadamente (Griffith – Jones, 1997:158 – 167).

Como se puede apreciar, entre 1983 y 1985, así como en 1987, se pudieron constatar excedentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, resultado de una política económica particularmente recesiva y ante un escenario de “escasez” de divisas, por el cierre de los mercados internacionales de crédito. Durante este tiempo la composición de la brecha presenta una dinámica importante de las exportaciones manufactureras, las cuales representan uno de los factores explicativos del crecimiento generado, incluso, la estrategia es definida como un crecimiento “hacia fuera”.

Donde se considera que el instrumento cambiario ha sido fundamental en cada una de las políticas económicas del país. En la primera mitad de la década de los ochenta y hasta 1987, se ha usado para elevar la competitividad de las exportaciones,¹⁴⁵ por lo que el tipo de cambio real se mantuvo subvaluado. Desde 1987 hasta la actualidad se ha usado como ancla para disminuir la inflación,¹⁴⁶ pero con notables cambios en su naturaleza, al menos en el corto plazo, debido principalmente a los flujos de capital.

De esta manera la relación entre los montos, composición y naturaleza del financiamiento, la dinámica de la brecha externa, y el comportamiento cambiario han estado determinados por una forma de inserción a la economía mundial, mostrando la “incapacidad congénita del capitalismo mexicano para generar mediante sus operaciones internacionales las corrientes de divisas que demanda su reproducción ampliada” (A. Guillén, 1998:492).

Lo anterior refleja la falta de una base endógena de acumulación de capital, lo que algunos han llamado un sistema productivo nacional. Donde su existencia tendría a eliminar gradualmente la dependencia de la economía en el financiamiento externo.

¹⁴⁵ Donde el comportamiento cambiario fue el siguiente: flotante mediante deslizamientos de la moneda – devaluación gradual – (1976 – 1982), control de cambios (1982 – 1983), minideslizamientos del tipo de cambio con propósitos subvaluatorios (1983 – 1988).

¹⁴⁶ Con bandas cambiarias, con el uso del tipo de cambio como ancla de la inflación (1988 – 1994) y tipo de cambio flexible combinado con una política monetaria restrictiva para atraer flujos de capital exterior (1995 – 2005). Véase a A. Guillén, 1998 y A. Guillén, 2001

Incapacidad, que se suscribe en una dependencia y subordinación de México, ante la reproducción de las economías desarrolladas, que se lejos de atenuarse, en esta nueva etapa de financiamiento, se ha agravado. En parte, por la utilización de sus variables macroeconómicas, como por ejemplo, el tipo de cambio.

3.2 El papel del tipo de cambio en la apertura financiera.

3.2.1 Flujos de capital de corto plazo, estabilidad del tipo de cambio nominal y apreciación del tipo de cambio real.

Como se argumentó anteriormente, como consecuencia de la adopción e instrumentación de políticas de apertura y desregulación económica se eliminaron regulaciones estatales, alentando con ello la libre entrada y salida de capital de cartera, modificando la determinación de diversos instrumentos, entre ellos del tipo de cambio, trastocando su función y, en cierta manera su naturaleza.¹⁴⁷

La liberalización financiera y la interacción de los mercados internacionales de dinero y de divisas, requieren de monedas locales estables para garantizar condiciones de rentabilidad de capitales que operan en dichos mercados, consecuentemente, exige un tipo de cambio nominal estable, ya que una depreciación de las monedas nacionales reduce las ganancias de los flujos de capitales porque se desvalorizan con respecto al dinero mundial y las apreciaciones generan ganancias de capital.

El caso de México, con una economía abierta, se señala que la apreciación cambiaria es provocada por el ingreso de flujos de capital de cartera que entran al país en búsqueda de rendimientos extraordinarios,¹⁴⁸ (A. Guillén, 2000) ya que con un tipo de cambio apreciado, los inversionistas foráneos, al repatriar eventualmente sus activos líquidos, no habrán sufrido erosión en términos de dólares (Goicoechea, 2000). Por lo que una moneda apreciada, representa un incentivo adicional para la inversión extranjera de cartera, incluyendo la inversión extranjera en acciones (Cuevas, 2002).

¹⁴⁷ Hipótesis que esperamos demostrar en los apartados subsecuentes.

¹⁴⁸ J. Ros y J. Moreno – Brid (2004:51), sostienen que además de la apreciación generada del tipo de cambio real, los ingresos de capital tuvieron dos consecuencias más para México. Se generó una reasignación de los recursos a favor del consumo y no de la inversión, “alentada por las dificultades para invertir en la afluencia masiva de capitales”, reforzando la caída de las tasa de ahorro privado, “mientras que la tendencia a producir bienes no transables, unida a la apreciación real, desaceleró la expansión económica”. A la vez, provocó la debilidad financiera, “resultante de la concentración de las corrientes de capital en activos de elevada liquidez, acompañó el deterioro gradual de las balances del sistema bancario”.

Así, el inversionista internacional que coloca capital en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV), en inversiones en moneda local, al momento de comprar divisas para repatriar su capital y ganancias al país de origen, espera obtener una ganancia incrementada, si la moneda se aprecia,¹⁴⁹ pero una fuerte depreciación podría anular sus ganancias.¹⁵⁰ De esta manera, para las empresas extranjeras privadas, el proceso de apreciación cambiaria indica por lo general, que habrá probablemente mejores oportunidades de beneficios y mayor libertad para la remisión de dividendos intereses y capital, en caso de una depreciación, se esperaría lo contrario.

Para Carlos A. Rozo (1997:172), lo anterior ha alimentado el extraordinario dinamismo de los mercados de capital y dinero de los países en desarrollo, donde están orientados por la búsqueda de liquidez internacional y del arbitraje de las ganancias, con lo que el tipo de cambio se independiza del intercambio comercial de bienes y servicios y paulatinamente pasa a depender más de variables financieras, cualquier fluctuación en él, modifica el valor de los activos financieros, que pierden si la moneda del país donde invierten es devaluada.

De esta manera, en México, el peso se apreció en función de las entradas de capital sin referencia a las posibilidades efectivas de aumento de la productividad de una gran parte de la economía local, incrementando las importaciones y provocando la desaparición de empresas nacionales (A. Guillén, 2000).

México captó en 2001, 27.7 mil millones de dólares de flujos de capital, equivalentes al 47.5% del total que ingresaron a América Latina ese año. Se

¹⁴⁹ En el caso de una apreciación del tipo de cambio se esperaría que los inversionistas extranjeros en posición de activos locales denominados en moneda local se vean beneficiados. La apreciación del tipo de cambio, al reducir la relación moneda local / extranjera haría que estos recibieran un premio al retornar a su moneda de origen. Esto es un atractivo para los inversionistas foráneos, pues significaría no sólo mantener su riqueza financiera y recibir íntegramente sus intereses, sino que también verse premiados con ganancias extraordinarias, en su propia moneda, ante un movimiento de apreciación del tipo de cambio.

¹⁵⁰ Ahora, el inversionista extranjero, con una depreciación enfrentaría una relación moneda local / extranjera mayor, y por tanto obtendría un monto menor de divisa extranjera que antes. Según el porcentaje de depreciación, una vez convertidas sus inversiones a divisa extranjera, podrían hallar que las ganancias son menores a las que esperaban obtener por los intereses, o incluso que el monto recuperado es menor al capital inicialmente invertido en el país. Para una validación econométrica de los resultados de la apreciación y depreciación.

calcula, que después de la crisis de 1995, la apreciación ha alcanzado altos niveles, para el 2001, se situó alrededor del 33.9%, disminuyendo dos años después, para colocarse en un 25 %. ¹⁵¹ (Huerta, 2004)

Por lo que el tipo de cambio en la práctica se desvinculó de la gran mayoría de las empresas. *En la liberalización financiera, la forma de ajustar el sector externo no es mediante la devaluación, con lo que se esperaría una reducción el déficit comercial.*

Reiteramos, el financiamiento de la brecha comercial se encuentra explicado durante el proceso de apertura y liberalización financiera por la afluencia de capitales de corto plazo, los cuales, han sido tan considerables que incluso, por sí solos, superaron el déficit de cuenta corriente durante varios trimestres (ver gráfica 4).

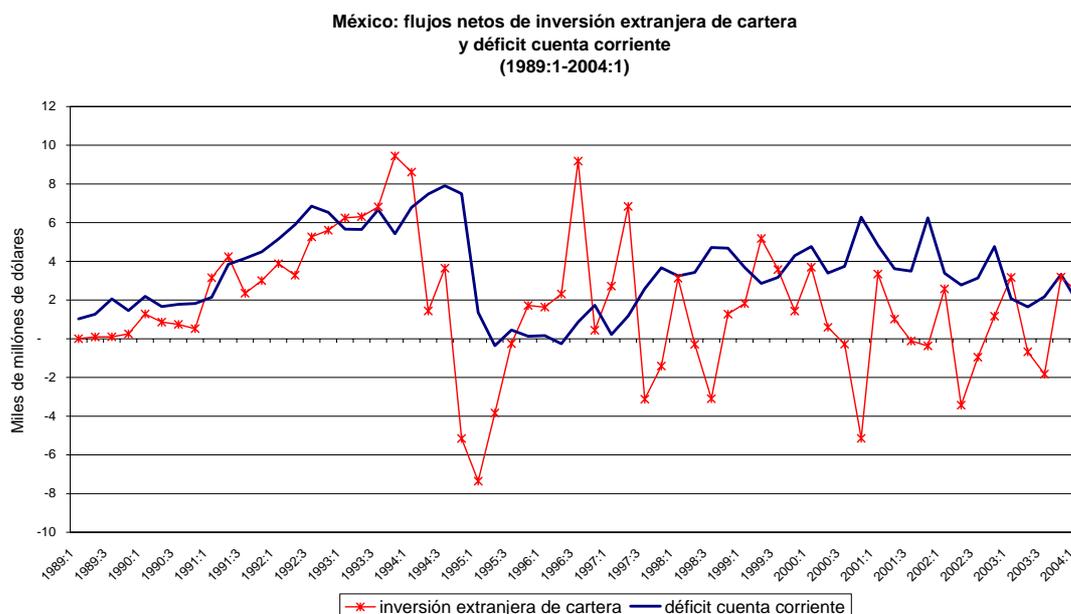
Como se puede apreciar entre 1989 y el tercer trimestre de 1994 el monto acumulado de los flujos netos de inversión extranjera en México fue de 77 mil millones de dólares, lo que representó el 79% del déficit de cuenta corriente acumulado – 97 mil millones de dólares – durante el mismo período. Los flujos de capital extranjero a los mercados de dinero y capitales alcanzaron a financiar 80.6% del déficit en cuenta corriente de 1990, mientras que en 1993 llegaron a representar 142.3% de ese déficit (Correa y Calvo, 1996).

En el lapso de 1990 – 2000, el déficit de la cuenta corriente creció en un 40%, mientras la cuenta de capitales experimentó un superávit en 46%. Lo que significó que las exportaciones se multiplicaron en el mismo periodo cuatro veces, mientras que las importaciones 3.2; relación que se mantiene para los años 2001 y 2002.

¹⁵¹ Indira Romero Márquez (2000), utilizando técnicas de cointegración para el periodo de 1980 – 2003, encuentra que un incremento en una unidad de las entradas netas de capital, al país, provocaron una apreciación del tipo de cambio real del 14% en el largo plazo. Véase a Indira Romero Márquez (2000). “*Algunos determinantes del tipo de cambio real en México: el papel de los flujos externos de capital, 1980 – 1999*”, Tesis de Licenciatura, Facultad de Economía, UNAM, junio.

El superávit de cuenta de capitales se situó en 25,181 y 21,674 millones de dólares, respectivamente, mientras que el déficit de cuenta corriente, alcanzó los -18,067 y -13,914 millones de dólares correspondientemente (Banxico, 2002).

Gráfica 4



Fuente: Banco de México.

Nota: El saldo de la cuenta corriente está definido aquí como Importaciones menos Exportaciones de bienes y servicios.

Con lo que se podría pensar que es la última cuenta la que permite el balance de la primera y, en general de la balanza de pagos, bajo el supuesto de que ante un equilibrio fiscal, el déficit en el sector externo sólo puede complementarse con el ahorro privado, que para la economía mexicana, el ahorro privado externo, no ha complementado sino compensado el desplome del ahorro privado interno (Goicoechea, 1996).

Lo anterior le resta competitividad a la producción local y la coloca en una posición más debilitada frente a importaciones, las que tienen un precio, en muchos casos, por debajo de los costos medios de las empresas nacionales. Se plantea que en la experiencia más inmediata de México, la apreciación dificultó

el vínculo entre grandes exportadores y proveedores nacionales, acentuando la importación de bienes intermedios.¹⁵²

Con lo que se exacerbó la sustitución de productos mexicanos de consumo por importaciones, ello ha aumentado la elasticidad – ingreso de las importaciones, así como el componente importado de la producción nacional, con consecuencias graves para el conjunto de la economía (Hernández, 1996).

Como resultado, se ha generado entre otros fenómenos, la pérdida de competitividad de las actividades manufactureras, en la medida en que los no residentes, es decir, el resto del mundo, pagaba una mayor cantidad de dólares por moneda nacional de la que debiera corresponder, donde el instrumento cambiario ha perdido utilidad para mejorar la competitividad vía manipulación de los precios relativos.

Hasta aquí se han revisado algunos elementos teóricos y enlistado algunos hechos empíricos para explicar el estado de la cuestión en la determinación del tipo de cambio, en una economía abierta y en desarrollo, mostrando en diferentes momentos, las insuficiencias de los enfoques existentes en la teoría dominante para explicar el comportamiento actual del tipo de cambio. Al igual se ha señalado que estos procesos se desenvuelven con el inicio de una crisis de largo plazo a partir de la caída de los Acuerdos de Bretton Woods, donde se sostiene, ha dejado de operar el *modo de regulación* posterior a la posguerra.

Y es en esta dirección que se van a desarrollar los últimos apartados del trabajo: buscando la relación de la crisis del modo de regulación vigente y la aparición de nuevos actores sociales, donde se ha generado un proceso de financiarización de

¹⁵² Por ejemplo, D. Ávila et al., (2003) sostienen que el tipo de cambio ha mostrado tener efecto sobre el sector agrícola. En 1982, año en que el peso perdió fuertemente su valor, la balanza comercial del sector fue positiva y, aunque en los siguientes años se trató de usar el tipo de cambio para elevar las exportaciones, la balanza comercial agrícola fue negativa, hasta que en 1986 y 1987, años en que el peso sufrió devaluaciones, la balanza comercial del sector agrícola fue nuevamente positiva. Lo mismo ocurrió en 1995, cuando el peso perdió su valor, las exportaciones agrícolas fueron mayores y la balanza comercial fue positiva. Además, durante el periodo de 1980 – 2000, los investigadores, encuentran que la elasticidad del tipo de cambio con respecto al PIB es igual a 0.42, lo que indica que si el tipo de cambio aumenta (disminuye) en 1%, el PIB agrícola aumenta (disminuye) 0.42%.

la acumulación mundial, en el entendido de ofrecer un punto de partida para analizar y generar posibles nuevos caminos, en materia de estudio del comportamiento cambiario; para México, durante el periodo de 1989 – 2003.

3.2.2 El papel de la devaluación en el contexto de la libre movilidad de flujos de capital de corto plazo.

Como se menciona desde el principio, el objetivo fundamental de las devaluaciones era ser un mecanismo para mejorar la competitividad local, por medio de una ventaja de precios relativos, logrando un tipo de cambio competitivo que fomentará las exportaciones y desalentará las importaciones. El tipo de cambio, en este sentido, es un factor importante para la realización de las transacciones comerciales.

En el caso de la economía mexicana, ¹⁵³ se señala que no siempre la subvaluación ha garantizado buenos resultados económicos. Al igual que en América Latina, en México, las devaluaciones del tipo de cambio han inducido fuertes procesos inflacionarios y caídas drásticas en el producto, lo cual garantizaba temporalmente un alivio en la cuenta corriente, incrementándose el ingreso por exportaciones y, en el corto plazo, reduciendo las importaciones, bajo un esquema de una política fiscal y monetaria restrictiva.

Guadalupe Mántey (2004), encuentra que en las actuales circunstancias las devaluaciones durante la última década (1980 – 1990) en México han sido incapaces de corregir por sí solas el desequilibrio exterior, “las fuertes fluctuaciones del tipo de cambio real observadas en el periodo no han ejercido una influencia perceptible en la propensión a importar”, ¹⁵⁴ destacando que la elasticidad de los precios respecto al tipo de cambio depende de factores institucionales y a otros tipos de acuerdos.

¹⁵³ En el capítulo anterior, en el apartado 2.1.1, se han señalado diferentes ejemplos que contrastan la hipótesis arriba descrita para el caso de México.

¹⁵⁴ La autora sostiene que la “participación de las importaciones en el PIB de México ha aumentado fuertemente a consecuencia de las dos principales reformas liberalizadoras del comercio exterior, la ocurrida durante la crisis deudora de los ochenta, y la correspondiente al TLCAN a mediados de los noventa”. Acuerdos que pueden incrementar los flujos comerciales, relativamente independiente de tipos de cambio sobrevaluado. En ese mismo sentido, para E. Ortiz (2003), sugiere que el comportamiento del comercio exterior responde tanto a componentes determinantes de la demanda internacional, como los términos de intercambio y al tipo de cambio real.

Conviene señalar que, *las posibles condiciones positivas que se generan a partir de una devaluación, en el saldo comercial, son determinadas en gran medida, durante este periodo, y en general para una economía en desarrollo, por el movimiento de capitales.*

Cuando el mercado internacional restringió el movimiento de capitales hacia los países en desarrollo, específicamente América Latina, el peso estuvo subvaluado. Sin embargo, a partir de 1988 cuando se renegotió la deuda externa y posteriormente se abrió el mercado de capitales, la fuerte entrada de capitales sobrevaluó la moneda.¹⁵⁵ Donde el posible beneficio de los flujos comerciales quedo sujeto a condiciones exógenas.

En situaciones de escasez de créditos internacionales, el generar un superávit de cuenta corriente, lleva como fin disponer de las divisas necesarias para cubrir los compromisos de la deuda externa en un entorno de restricción de flujos externos.

En términos de Rene Villareal (1986:215 – 216), esto significa que el saldo positivo logrado en la cuenta comercial, es relativo, en comparación al alcanzado en la balanza de pagos, en donde, por definición, con una devaluación es la cuenta de capital la que mejora. De esta manera, la devaluación causa un exceso de demanda de dinero y un exceso de oferta de bonos, la cuenta comercial se convierte en la principal fuente de divisas para responder a las obligaciones derivadas de la deuda externa del país.

Entonces, la recepción de flujos de capital internacional por parte de las economías en desarrollo, vienen a estar determinados por el movimiento cíclico de los países desarrollados, particularmente de su ciclo industrial, donde contablemente, estos movimientos de entrada y salida de capital, dejan al país receptor, en los mejores de los casos, en la posición inicial, “pero con

¹⁵⁵ Para Noemí Levy (1998) tal situación genero una mejoría económica pasajera porque la inversión en cartera que captó el mercado de valores se mantuvo en instrumentos financieros que no fondearon inversión productiva. Para la autora, lo que aparentemente puede ser una medida positiva para dinamizar la actividad de la inversión – sobrevaluación del peso – genera inestabilidad atentando en contra de la propia acumulación porque al percibir dicha situación los agentes económicos apuestan a la devaluación de la moneda, generando un movimiento mucho más brusco del que sería necesario para alinear la moneda con su precio “real”.

fuerzas modificaciones negativas en diversos aspectos de su estructura económica”.¹⁵⁶

Por tanto, el comportamiento de los flujos de capital, está asociado a la dinámica del desempeño económico de los países desarrollados, *así las economías en desarrollo se convierten en receptoras de inversión cuando las economías desarrolladas enfrentan excedentes de capital y de proveedor de esos flujos cuando las economías del primer mundo enfrentan escasez de capitales para financiar su crecimiento y / o para alcanzar cierta rentabilidad.*

Igualmente, el acceso de los países en desarrollo a flujos de cartera, en momentos de recesión en los países desarrollados, sirve además para que los primeros mantengan su demanda de importaciones de los segundos, evitando de esa manera profundizar el proceso recesivo en las economías desarrolladas.

Adicionalmente, la exportación de capitales de los países desarrollados, en contextos recesivos, permite reducir en cierta medida la caída de la rentabilidad en sus mercados financieros, que ocurriría en caso de mantenerse ahí esos excedentes. Para los países en desarrollo, *lo anterior significa, adecuar la política económica interna a la volatilidad del flujo de capitales, “circunscribiendo al país a una funcionalidad fincada en la dependencia y en la subordinación”* (Goicoechea, 1999:91).

Consecuentemente, como ya se apuntó, desde la posición del FMI, un déficit en cuenta corriente no es un tema de preocupación relevante ya que si la economía tiene forma de financiar sus importaciones a través de esos flujos, se supone que no hay un problema importante.

¹⁵⁶ T. Rodríguez et al., (1997), presentan un interesante trabajo en donde analizan los flujos de capital privado en países subdesarrollados. Destacando que el papel de los flujos de capital, en mucho, fueron determinados por las condiciones de cada país, generando características cualitativas de crecimiento y desarrollo.

La clave para la sostenibilidad de los déficits está en que exista la posibilidad de un financiamiento *genuino*, por medio de la cuenta de servicios y de capital. Conclusión que nos estaría sugiriendo una nueva función del tipo de cambio, que en cierto modo, indica una naturaleza diferente como se le venía concibiendo.

3.2.3 ¿Hacia una nueva naturaleza del tipo de cambio?

De acuerdo a lo anterior, para la teoría económica dominante, en concordancia con las recomendaciones del FMI, la apreciación cambiaria aparece como una condición necesaria para que exista esta posibilidad de financiamiento *genuino* a través de la afluencia de capitales de corto plazo que permita cubrir la brecha externa.

Por consiguiente, la liberalización financiera requiere de la estabilidad del tipo de cambio.¹⁵⁷ Los agentes externos que invierten su capital en el país (mercado de dinero o de capitales), buscan que los ingresos esperados sean rentables en términos de su propia unidad de cuenta.

Como se apuntó, el tipo de cambio nominal estable ayuda a promover la entrada de capitales para financiar el déficit de cuenta corriente. Pero se genera así un círculo vicioso. La entrada de capitales aprecia el tipo de cambio real, el cual actúa en contra de la producción local y la balanza de comercio exterior.

En tal situación, se presupone que la paridad cambiaria es influenciada más en el corto plazo por movimientos de capital que por los movimientos de bienes. Su determinación, estaría entonces, relacionada con los movimientos sobre los activos (diferencial entre la tasa de interés interna con la tasa de interés externa y las ganancias presentes y futuras) y no de los precios de los bienes. Argumento que es respaldado por diversos economistas, desde diferentes posiciones teóricas.

Para Macías (2003), si bien el tipo de cambio debiera en teoría manifestar las

¹⁵⁷ Lo que representa un cambio de énfasis respecto al tipo de cambio de parte de los organismos internacionales. Al inicio de los programas de estabilización, a fines de los ochenta, se insistía en la devaluación o depreciación como formas de alcanzar un tipo de cambio competitivo que promoviera las exportaciones e inhibiera las importaciones. En ese esquema el control de la inflación se pretendía alcanzar con política fiscal y monetaria restrictiva. Sin embargo a fines de los ochenta, los organismos insistieron en la fijación del tipo de cambio (su estabilidad) como forma de reducir la inflación. (H. Guillén, 1997b: 91 y 134)

diferencias en el crecimiento de los precios, la realidad es que por lo menos en el corto plazo, el valor de una moneda en relación a otra se define por otras variables, dentro de un mercado muy influido por las prácticas especulativas de los agentes económicos.

La paridad cambiaria, es independiente de la situación que guarde la balanza de comercio exterior, así como del poder adquisitivo de las monedas, esto es, no se considera el diferencial de precios entre países (Medeiros, 1997).

En tal caso, bajo esta óptica, el comportamiento del tipo de cambio es el resultado y no el causante del déficit, los flujos y el resultado de los mismos, son los que determinan el comportamiento cambiario. En este sentido, para Robert Solomon (2000), las determinantes de los tipos de cambio, en la actualidad, se han modificado. Ahora, “es menos probable que éstos se vean afectados por desequilibrios en la cuenta corriente”.

Bajo condiciones de liberalización de la cuenta de capitales, el tipo de cambio se convierte de hecho en tan solo otro precio de activo. Se afirma que si un país en desarrollo acepta la integración financiera global, su tipo de cambio llega a ser determinado principalmente por los movimientos de los precios de los activos, en vez de por los movimientos de los precios de los bienes. (Cardim de Carvalho 2000; Korkut Erturka, 2003) ¹⁵⁸

De esta manera en el modelo actual de política económica de apertura comercial y financiera, que se impulsa en diversos países en desarrollo, entre los que se encuentra México, pareciera ser, que en el corto plazo, *el tipo de cambio deja de ser la variable clave que regula el contacto de dos sistemas de precios relativos (el doméstico y el exterior) en el mercado de bienes y servicios, alejándola de su función como determinante de los flujos comerciales de un país, convirtiéndose en una variable cada vez más ligada a las necesidades de la esfera financiera.*

¹⁵⁸ Erturk, Korkut (2003). *On the Changing Nature of Currency Crises*, CEPA, New School University, New York. Citado por J. Puyana (2003). Cardim de Carvalho, F.J. (2000). “*The IMF as crisis manager: an assessment of the strategy in Asia and of its criticisms*”, en *JPKE – Winter*, Vol. 23, No. 2. Citado por A. Huerta (2004).

Las fluctuaciones del tipo de cambio vienen a afectar las ganancias y expectativas de los intereses económicos de los nuevos operadores financieros que realizan transacciones en los mercados de capitales, a través de los llamados “inversionistas institucionales”, que son tenedores de activos financieros, sociedades de inversión de diversa índole, que se han convertido en los más importantes participantes en los mercados financieros, considerando el volumen de activos que manejan. “Podría estimarse, que para fines de 2001 el volumen mundial total de activos en manos de estos inversionistas alcanzó los 40 billones de dólares” ¹⁵⁹ (Correa, 2004).

Generalmente se considera como un inversionista institucional a la organización que comercia grandes volúmenes de valores y que tiene flexibilidad suficiente para hacer transacciones con libertad de criterio. Estos gestionan el capital en nombre de los accionistas, siendo “un pequeño número de grandes inversores, con un elevado poder de mercado, lo que crean la “confianza”, definen las tendencias de adquisición o venta y las expectativas de rentabilidad”. (Correa, 2001:93). Desarrollando estrategias de colocación que no están vinculadas, necesariamente, a la solidez de los fundamentos económicos de los países.

Los “inversionistas institucionales” incluyen, las compañías de seguros, fondos de pensión, compañías de inversión, fondos de cobertura, ¹⁶⁰ que colocan títulos financieros tales como bonos, acciones y otras modalidades financieras, donde la tenencia de acciones ha venido cobrando significación en la composición de sus carteras.

Debido a sus formas de ejecución, sus estrategias de expansión y sus fórmulas de penetración de mercados, las operaciones de los inversionistas institucionales, se

¹⁵⁹ Para H. Guillén (1998) los inversionistas institucionales han mostrado un interés por los mercados emergentes, en particular por los fondos mutuos.

¹⁶⁰ Entre los más destacados se encuentra los *hedge funds* (fondo de cobertura), “es un vehículo de un conjunto de inversiones, gestionado y administrado por una organización privada formada por gestores e inversores profesionales de alto prestigio en los medios financieros (...) es frecuente que los propios gestores tengan posiciones en los fondos y reinviertan en ellos las altas remuneraciones que reciben por la gestión (...) en Estados Unidos los *hedge funds* están exentos de informar a la SEC, y carecen de restricciones sobre apalancamiento y estrategias de inversión” (Vilariño, 2001:93 – 96).

desvinculan de la trayectoria económica de las empresas y de sus resultados, y se les relaciona crecientemente con los rendimientos esperados procedentes de márgenes, índices accionarios, movimientos cambiarios y tasas de interés, donde, se pueden generar ganancias (pérdidas), “por movimientos adversos de los precios de mercado”.¹⁶¹

Las firmas obtienen más beneficios de sus operaciones financieras, como el arbitraje de divisas, que de las ventas de sus productos.

En este contexto, el tipo de cambio ha aumentado su importancia, dada su incidencia en la determinación del valor de dichos capitales, la rentabilidad de los activos financieros no depende solamente de la tasa de interés (si esta ubicada en el mercado de dinero), o del precio de las acciones (si se invierte en el mercado de capitales), sino también del tipo de cambio, en la medida en que la rentabilidad, puede depender de sus variaciones que se miden en términos de divisas.

Al fluir hacia los países, el capital cambia dólares por la moneda nacional de cada uno de ellos para realizar sus inversiones, sea en el mercado de capitales, en el mercado de dinero, o en la esfera productiva. De tal forma, el valor de los diferentes activos (y pasivos) está determinado por el tipo de cambio. Las inversiones pierden con la devaluación de la moneda del país y ganan con la estabilidad nominal (Huerta, 2003:10).

Por ende, se percibe que la lógica económica de estos nuevos actores es relevante en el comportamiento, al menos en el corto plazo, del tipo de cambio, lo que explica en alguna medida, una nueva naturaleza y función del tipo de cambio, motivada por las expectativas del capital que opera en los mercados financieros internacionales.

¹⁶¹ Casos particulares de los riesgos de mercado son los riesgos de interés y de cambio. “El riesgo de mercado aparece en la gestión de las posiciones de carteras que contienen acciones, bonos, divisas, mercancías, futuros, swaps y opciones, entre los casos más importantes” (Vilariño, 2001:13). Los nuevos productos buscan ofrecer mayores rendimientos y seguridad ante las variaciones de precios, tasas de interés y los tipos de cambio.

En este sentido suponemos que lo anterior representa *la financiarización del tipo de cambio* (H. Guillén, 1997:873 – 874), concomitante al proceso de *financiarización* de la acumulación mundial, donde la búsqueda de altos rendimientos en tiempos breves se constituye en un objetivo en si mismo. Lo que no necesariamente es compatible con inversiones a plazos largos que permitan ampliar la capacidad de producción y se vinculen al crecimiento endógeno de la demanda efectiva (Chesnais, 2003, 2001 y 1994; Vidal, 2005, 2004,2003, y 2004).

3.3 El proceso de financiarización de la acumulación como factor explicativo del nuevo papel del tipo de cambio.

Existe un consenso entre diversos economistas en aceptar que hoy, el capital, no sólo se traslada a los lugares más alejados del mundo – como lo ha hecho desde el siglo XVI – sino es capaz de funcionar como unidad en tiempo real a escala planetaria.¹⁶²

Hoy los mercados financieros operan a tiempo real y de forma continua, considerando plazas ubicadas en los cinco continentes. Los mercados de divisas operan alrededor del mundo las 24 horas del día, con información puesta en la pantalla de computadores conectados en red, lo que permite la instantánea sustitución de monedas en los portafolios de los inversionistas¹⁶³ (Lerda, 1996:126 y H. Guillén, 1997:872).

“*Es el triunfo del arbitraje generalizado* (donde) se unen más estrechamente los mercados internos, los mercados monetarios a corto plazo, los mercados financieros a largo plazo, los mercados de capitales y los mercados de cambio. De esto deriva un aumento de las elasticidades de sustitución de las carteras financieras entre diferentes divisas según las variaciones de los rendimientos relativos anticipados” (Aglietta, 1987:126 - 127).

Donde la esfera financiera del capital mundial ha adquirido las dimensiones, características, y mecanismos que le dan la posibilidad de encabezar el proceso de acumulación, bajo sus formas y contenidos. Es en la esfera financiera, donde se expresan en general, las formas contemporáneas de *definir, gestionar y realizar la riqueza en el capitalismo*, ofreciéndole cierta

¹⁶² Como se ha venido sosteniendo lo anterior *permitido* por una infraestructura proporcionada por las tecnologías de la información y la comunicación y *favorecido* por las nuevas condiciones institucionales que hacen posible ese gran desplazamiento de capitales, al eliminarse toda serie de trabas, generando la manifestación cuantitativa del proceso de financiarización de la acumulación.

¹⁶³ Samuel Lichtensztejn (1984:54), nos llama la atención sobre el aspecto cualitativo de que “no se trata simplemente de un abultado capital de dinero que circula por el mundo, sumando nuevos espacios y ganancias. Más bien, estamos ante necesidades objetivas de expansión y competencia de fracciones combinadas de capital por ampliar sus márgenes de acumulación, necesidades objetivas que emergen de una crisis económica internacional”.

“independencia” relativa de la esfera productiva,¹⁶⁴ creando un fenómeno general bajo la lógica de financiarización en la acumulación internacional.

Esto es, al proceso económico mediante el cual toda la dinámica productiva general pasa a gravitar en torno a las necesidades y exigencias que dicta el capital financiero¹⁶⁵ nacional e internacional, se le conoce como financiarización.¹⁶⁶

Se destaca en primer lugar, que si bien no se trata de un régimen mundial en el sentido de que abarque en una totalidad sistemática al conjunto de la economía mundial (Vidal, 2004b), si se puede hablar de “un nuevo modelo gobernado por las

¹⁶⁴ La cierta independencia viene reflejada por los recursos que se manejan, a través de su liquidez y por el “divorcio” entre las cotizaciones y los llamados fundamentos de las empresas, generado por los altos rendimientos e intereses que ofrece. Pero hay que recordar, que en última instancia, “el sistema financiero sólo se puede concebir considerando la reproducción (...) de que manera participa o deja de tener vigencia en el modo en que se constituye la ganancia general y, por tanto, cómo impulsa fuertemente el proceso de centralización y de desvalorización del capital; contribuyendo a la gestación de nuevas condiciones en la valorización; es decir, en la forja o recreación de contratendencias que permitan enfrentar su caída” (Vidal, 1984:2 – 4).

¹⁶⁵ El concepto del capital financiero ha sido interpretado de diferentes maneras, tanto en el pasado, como hoy, generando grandes polémicas, que aquí no pretendemos agotar. Se le ha asociado como capital bancario o centralizado por otras instituciones financieras, en tal sentido, al sistema de crédito (entidades), o como la dimensión de los recursos, que conservan la forma de dinero y que se valorizan en forma de dinero; o a través de la unión de capital bancario con el industrial. Aquí seguimos la idea de G. Vidal (1987, 1986 y 1984). Hoy más que nunca queda claro que una fracción del capital opera, o cuya circulación y reproducción abarca a la vez – con múltiples articulaciones – la industria, el comercio, la agricultura y los servicios (incluidos los financieros). El movimiento de tal fracción del capital se basa en la separación del atributo del capital en funciones, del que posee como capital propiedad. En tanto “capital propiedad, esta fracción constituye su valorización incorporando al ámbito de la circulación que le es propio, a los más variados espacios y hechos de la actividad económica. Además que el mismo se constituye en la base del crédito. Como “capital en funciones por la dimensión con que opera la centralización que está en su origen y la propia fuerza para el financiamiento de la acumulación que alcanza, se asienta en diversos campos económicos y suma de esta forma una ganancia que anteriormente se repartía entre diversos capitales”. Entendido así, el capital financiero considera también a las políticas monetarias, cambiarias, las bancarias crediticias, y la red de expansión de las grandes empresas y el uso diverso que hacen de sus fondos.

¹⁶⁶ El término es utilizado por primera vez por Pierre Salama (1996), que en sus diversas formas “entraña una flexibilidad creciente de los salarios y del empleo”. Algunos autores lo denominan el “poder de las finanzas”, (H. Guillén, 2001; G. Duménil y D. Lévy, 2004), donde hacen alusión a dicho proceso. Nosotros, seguimos a Francois Chesnais (1994), quien retoma y redefine el concepto, para él autor “se trata simplemente de una forma cómoda para expresar (...) que el grupo industrial acentuó considerablemente sus rasgos de grupo financiero, y ha sido progresivamente sometido tanto al imperativo como a las oportunidades de realizar colocaciones financieras “puras”, más que inversiones creativas capaces de crear nuevo plusvalor (...) en un contexto de crecimiento lento y de sobreacumulación industrial, serán llevados a privilegiar las operaciones de colocación de corto plazo”. Lo anterior no esta ajeno al debate, véase entre otros a A. Bonnet (2002), y R. Carcanholo y Paulo Nakatani (2001).

finanzas (donde) su hegemonía se caracteriza sobre todo a las economías estadounidense y británica; muy poco a Alemania y el Japón” (Boyer, 1999:34).

Este régimen de acumulación está organizado, tanto en el nivel de un país como en el nivel internacional con el objetivo de permitir a los inversionistas apropiarse de los ingresos financieros (intereses y dividendos) en las condiciones más regulares y seguras posibles (Chesnais, 2003:47; H. Guillén, 2001:43).

En particular, la economía estadounidense mostraría el camino a seguir para ajustarse a el régimen con dominio financiero, donde los inversionistas institucionales han aumentado su control sobre el capital de las empresas (cotizaciones de la bolsa), las rentas familiares, y la rentabilidad del sector financiero ¹⁶⁷ (Boyer, 1999:34), ya que únicamente en Estados Unidos el régimen de acumulación con dominación financiera y rentista se ha implantado plenamente y afirmado todos sus rasgos (Chesnais, 2001).

Lo anterior atañen, en parte, a numerosas políticas que han transformado el marco institucional a escala mundial, impulsando la apertura y desregulación de sus mercados y la integración de sus intermediarios a los mercados financieros internacionales, con la apertura de la balanza de capitales, provocando una diversificación de instrumentos, productos e intermediarios financieros, “al punto de transformar significativamente la mayoría de los sistemas de regulación nacionales” (Boyer, 1999).

Donde las modificaciones afectan a las formas de organización y los modos de gestión de las corporaciones, así como en las relaciones que se establecen entre ellos y con diferentes actores sociales, que le han impreso un “salto” cualitativo en el desarrollo de la economía mundial.

¹⁶⁷ Donde “la riqueza de acciones y títulos es importante en proporción al ingreso disponible y parece desempeñar algún papel en la propensión a un consumo muy elevado, que por sí solo aumenta gradualmente a medida que se desarrollan las colocaciones financieras de los hogares norteamericanos” (Boyer, 1999:39). Además, siguiendo a I. Álvarez y L. Buendía (2004). Los inversionistas institucionales, representaban el 138% del PIB de Estados Unidos, durante 1996, el valor de los activos de los fondos de pensiones fue de 4.752 billones de dólares (62% de su PIB), al tiempo que el de los fondos de inversión colectiva era de 3.539 billones (46% de su PIB) y el de las compañías de seguros se fijó en 3.052 billones (30% de su PIB).

El proceso de financiarización, se desenvuelve en un marco de crisis de largo plazo,¹⁶⁸ que constituyen el contexto económico y social que le da sentido y contenido, y en donde múltiples procesos se desdoblán (Estay, 2000). Para algunos autores esta crisis de largo plazo puede ser caracterizada como *crisis del modo de regulación*¹⁶⁹ vigente desde la posguerra.

El concepto¹⁷⁰ se refiere al conjunto estructurado de articulaciones y procedimientos sociales utilizados por el capitalismo en cada fase de su desarrollo, para hacer frente a las contradicciones del proceso de acumulación del capital (De Bernis, 1988; Guillén, 2000; Vidal, 1987). La noción de regulación intenta aprehender “el conjunto de procesos a través de los cuales se ajustan las evoluciones contradictorias de las variables económicas” (Conde, 1984:23).

En consecuencia, será calificado como modo de regulación todo conjunto de procedimientos y de comportamientos, individuales y colectivos, que tiene la triple propiedad de: 1) reproducir las relaciones sociales fundamentales; 2) sostener y

¹⁶⁸ Para algunos autores la crisis de larga duración, cuestiona y sujeta a diversas transformaciones toda estructura preexistente del capital que implica la modificación de los modelos de crecimiento en las economías capitalistas más desarrolladas y a la vez del tipo de vínculos que norman las relaciones económicas internacionales (G. Vidal, 2000).

¹⁶⁹ Un interesante balance de la Escuela Francesa de la Regulación es ofrecido en tres textos, Robert Boyer (1992). *La Teoría de la Regulación*, Ediciones Alfonso, El Magnánin, Valencia. Diego Guerrero (1996). *Regulacionistas y Radicales*, en *Historia del pensamiento económico heterodoxo*, capítulo siete, España, págs. 123 – 142, y Guillermo F. Hernández (1993). “*Crisis y regulación: elementos teóricos fundamentales*”, en *Mercados y regulación*, Serie de investigación, núm. 8, UAM – I, Departamento de Economía, págs. 33 – 61.

¹⁷⁰ El enfoque de la regulación no constituye una teoría acabada. Los diversos trabajos que se agrupan bajo el nombre de *regulacionistas* presentan entre ellos diferencias importantes (Conde, 1984:22 – 23). Pero esta noción aspira a sustituir a la teoría de la elección individual y al concepto de equilibrio general como punto de partida del estudio de los fenómenos macroeconómicos, “una teoría de la regulación social es una alternativa global a la teoría del equilibrio general. “ Al capitalismo se le debe de analizar no en términos de equilibrios sino en términos de regulación. (Boyer, 1992). Entendiendo por regulación “el ajuste conforme a alguna regla o norma de una pluralidad de movimientos o de actos y de sus efectos y productos, que su diversidad o su sucesión hacen en primer momento extraños los unos en relación a los otros”. Citado por Gerard Destanne De Bernis (1978). “*Equilibrio y regulación: una hipótesis alternativa y proposiciones de análisis*”, en *Investigación Económica*, Vol. 14, núm. 14, Facultad de Economía, UNAM, págs. 13 – 80. Para Raúl Conde, el término de regulación no es el más afortunado por cuanto que parece dar la primacía a la superación de la contradicción, más que al hecho de cómo es superada en el caso de que así lo sea. Pero esto último sería lo secundario, metodológicamente hablando. Véase a Raúl Conde (1984). “*La regulación, una teorización intermedia*”, en *La crisis y los modos de regulación del Capitalismo*, en Cuadernos Universitarios, núm. 8, DCSH, Depto. de Economía, UAM – I, págs. 15 – 31.

“pilotar” el régimen de acumulación en vigor y; 3) asegurar la compatibilidad de un conjunto de decisiones descentralizadas (Boyer, 1992:61).

G. Vidal (2000:27) señala además, que la crisis de nuestros días, necesita para su comprensión, desarrollar la noción de regulación vinculada a las leyes de la ganancia,¹⁷¹ ya que las articulaciones fundamentales están en torno a los procesos de constitución de la ganancia por parte de los agentes económicos que pueden participar en dicho evento.

Regulación es la articulación eficaz de las leyes de la ganancia, eficaz quiere decir que se asegura la estabilidad estructural del proceso de acumulación ampliada. “Así, la continuidad estructural de la acumulación y, por tanto, la reproducción ampliada en el largo plazo, se vinculan a la obtención de una rentabilidad futura que haga factible la inversión, pero no sólo para un abstracto conjunto de capitales, sino para los diversos grupos y sectores que la componen” (Vidal, 2000)

En particular, se sugiere que la actual crisis adquirió su máxima expresión en la órbita monetaria – financiera, en donde el actual sistema financiero internacional refleja una alteración de estructuras, que se desdoblán y jerarquizan de modo distinto en su funcionamiento, abarcando: el patrón monetario, la estructura bancaria, los mercados de crédito y las correspondientes prácticas políticas que pretenden regularlas (Lichtensztein, 1983:163-166 y Lichtensztein y Baer, 1986:64-65).

Generado nuevos patrones en el funcionamiento de la estructura financiera y monetaria mundial, modificando las condiciones posteriores a Bretton Woods, que alteran profundamente las estructuras financieras, las condiciones de financiamiento de la inversión, la canalización de recursos económicos entre el sector financiero y el sector productivo, la transferencia de ingresos dentro de una economía en desarrollo y el reparto de la riqueza mundial (Correa, 2004).

¹⁷¹Las leyes de la ganancia son: la Ley de la Tendencia a la Baja de la Tasa de Ganancia y la Ley de la Tendencia a la Formación de la Tasa General de Beneficio o Tasa Media de Ganancia. Para profundizar ver a Gregorio Vidal (1987). “Crisis y reestructuración del capital”, en Economía: Teoría y Práctica, núm. 10, primavera – verano, Universidad Autónoma Metropolitana, México, págs. 93 – 111.

Parte de la alteración financiera – monetaria internacional, esta relacionada con la transformación de la gestión monetaria de una economía en desarrollo, que esta vinculado al funcionamiento y determinación de la política cambiaria, cuya dinámica es determinada por la lógica de financiarización de la acumulación, bajo dos sentidos: amplio y estricto.

En su sentido amplio, esta la lógica, como componente estructural del funcionamiento de las economías desarrolladas, puede señalarse cuando las estrategias privadas, ante problemas de rentabilidad, utilizan un porcentaje creciente de sus fondos de inversión en adquirir activos financieros, donde no se dirigen a la producción, sino sólo a la detención de riqueza, por medio de sus colocaciones financieras y / o de sus anticipaciones sobre el valor futuro de las divisas, fortaleciendo o creando subsidiarias financieras. Logrando una rentabilidad inmediata, pero sin la garantía de una expansión a mayor plazo de estas corporaciones (Chesnais, 1994, 1996,2003; Vidal, 2002, 2003,2004)

Es por ello que en la actualidad, para las grandes empresas la rentabilidad no tiene como única y muchas veces ni siquiera preferentemente su actividad productiva, sino que en ocasiones las colocaciones financieras son más importantes. Las tesorerías de las empresas compran bonos, realizan colocaciones en la bolsa y toman papeles de diversas compañías, compran futuros y tienen una participación destacada en los mercados de cambios. Las corporaciones modifican de manera constante la composición de sus carteras de divisas, realizan compras y ventas en el día a las que destinan muchos más recursos de los serían necesarios para cubrir sus operaciones productivas (Vidal, 1999:102 y Vidal, 2002:37 - 50).

La actividad de las empresas queda sometida a una lógica de corto plazo, que encuentra mejores expectativas a través de simples operaciones financieras, mediatizada por las variaciones de los tipos de interés y de los tipos de cambio, en un contexto de gran incertidumbre que es antagónico con el horizonte de medio y largo plazo que requieren las grandes decisiones sobre inversión e innovación tecnológica. Las operaciones por cuenta de las tesorerías de las grandes

empresas explican gran parte de las transacciones de arbitraje de divisas que es la mayoría de lo que se mueve en los mercados financieros ¹⁷² (Vidal, 2003:10).

Se crea así un movimiento financiero autónomo, que no toma como referencia el comportamiento de las variables reales de la economía y que incluso tiende a someter éstas a su propia lógica expansiva. De tal modo, “el capital – dinero tiene en este momento una autonomía frente al capital industrial como nunca antes” (Chesnais, 1996:40 – 43).

Al emitir acciones una empresa busca financiar su expansión, en un primer momento éstas operan con un valor nominal equivalente al capital real (productivo). Pero apenas éstas se comienzan a cotizar en el mercado bursátil se vuelven objetos de compra – venta, aumentando o disminuyendo el precio de las acciones sin relación con el valor que pretenden representar en la esfera productiva; su valor se disocia e independiza del valor del capital real. Así, se produce una fractura que se observa entre los precios de las acciones y la rentabilidad de las empresas. “La Bolsa ha dejado de ser, después de mucho tiempo, un mercado de títulos que permitía a las empresas obtener capitales para financiar sus proyectos de desarrollo” (Chesnais, 2003:47).

Los inversionistas institucionales, a través de su posición en los mercados, de sus estrategias de colocación y de su diversa vinculación con otros intermediarios financieros, inician un proceso de bursatilización de las empresas, asegurando un nivel de rentabilidad por encima de cualquier parámetro con el que pudiese comparársele, adquiriendo una influencia directa sobre los grupos industriales.

El valor comercial de estos títulos no depende solamente de los ingresos reales, sino de los ingresos esperados, calculados de antemano, que pasan a depender de otras variables, como por ejemplo, del comportamiento de las paridades cambiarias, que altera los niveles de rentabilidad del capital.

¹⁷² Además “son los nuevos instrumentos financieros y el abundante capital que busca ser colocado lo que está financiando las fusiones y adquisiciones y en tanto tal se constituye también en fuente para el crecimiento de la IED” (Vidal, 2002:38).

Por consiguiente, el funcionamiento actual del tipo de cambio, en alguna medida, puede ser considerado un signo más del proceso de financiarización de la economía mundial. En ese sentido, como mencionamos anteriormente, el tipo de cambio se ha financiarizado.

El proceso de financiarización, en su sentido estricto, en tanto elemento del funcionamiento de las economías en desarrollo, sucede cuando se pierde la gestión monetaria, esto es, cuando los espacios monetarios locales se abandonan en beneficio de alguna otra moneda o cualquier objeto especulativo.¹⁷³

Son las grandes Empresas Transnacionales (ETN), con matriz en Estados Unidos, principalmente, “las que disponen de un sistema de gestión cotidiana de sus liquideces, lo que permite suponer que esas firmas han asumido la gestión de la moneda internacional quitándola a los Estados (...) hoy en día los Estados no disponen de un poder para administrar la moneda” (De Bernis, 1978:60 – 61). El Estado le transfiere al mercado las funciones de regulación que había hecho del régimen de acumulación “fordista” una fase relativamente estable (Chesnais, 1998).

Se desarrolla entonces, un proceso que profundiza el desarrollo de nuevas formas de gestión monetaria que se encuentran lejos de responder a un crecimiento endógeno;¹⁷⁴ donde las determinaciones a las cuales responde la política económica ya no son, el crecimiento, ni el empleo, sino determinaciones esencialmente ligadas a la valorización de los activos y pasivos en poder de agentes y operadores que se localizan en el espacio local, pero cuya lógica de reproducción se encuentra en los mercados internacionales.

Se llama la atención que el manejo de la política económica reciente, se encuentran varios mecanismos de redistribución del ingreso a favor de la esfera financiera en detrimento del capital que opera en la esfera real, en particular, y del

¹⁷³ Jesús Lechuga Montenegro (2001 y 1993) nos ilustra este fenómeno en un par de trabajos para el caso de la economía mexicana, en un periodo de largo plazo.

¹⁷⁴ “De esta modo va conformándose un fenómeno de internacionalización de los regímenes dinerarios nacionales, que destaca su subordinación (en esta caso, interna) al crédito internacional” (Lichensztein, 1983:165).

deterioro de las condiciones sociales de extensos sectores de la población, en general.

El proceso de financiarización, responde a esta regla: los intereses ¹⁷⁵ (y las políticas que los concretizan) del capital que opera en la esfera real, son en algún sentido, opuestos a los que se encuentran operando en la esfera financiera (Tarrassiouk, 2000).

En ese sentido, Boyer (1999:39 – 49), sostiene que es necesario disciplinar nuevamente la innovación financiera para que ella responda al imperativo de estabilización de la economía internacional y de regularidad en la acumulación de capitales productivos a escala nacional. En términos de Aglietta (1987:137), hay que domesticar de nuevo a las finanzas y al mercado, “para dar nuevamente a los mercados financieros su función de orientadores de los capitales al servicio de la economía real”. Estos deben de convertirse en medios para asegurar el bienestar de las sociedades y no establecerse como fines últimos.

Para ello es imperioso negociar un nuevo sistema para regular las finanzas internacionales. Desde hace algún tiempo la literatura ha reflejado con insistencia la necesidad de una reforma del sistema monetario internacional. ¹⁷⁶ Las discusiones se han trasladado del espacio académico, al círculo de las decisiones políticas. En el plano monetario, la historia ha señalado que “la flexibilidad generalizada de las tasas de cambio evita la definición de un patrón internacional”,

¹⁷⁵ En torno al proceso de financiarización “se expresan un conjunto de intereses de grupos sociales y sujetos económicos, a través de los más importantes conglomerados industriales y financieros, de los segmentos sociales dominantes de cada país, de las fuerzas políticas conservadoras, y de los estados de los países tanto desarrollados, como aquellos en vías de ser lo” (Palazuelos, 1998: 208).

¹⁷⁶ La literatura económica ha llamado a esta discusión como “La Nueva Arquitectura Monetaria y Financiera Internacional”. Desde la posición de la teoría económica se encuentran los trabajos de Camdessus, (1998), Eichengreen (2000a), Fischer, (1998) y recientemente la publicación colectiva auspiciada por el FMI “*Reforming the International Monetary System.*” Pero, también existen trabajos desde un punto de vista Latinoamericano, donde destacan, entre otros, las investigaciones de Bhaduri (2002); Chapoy, (2004); Correa, (2000, 2004), Buria, (1994), Conde y Hurtado, (1999) , Cuevas y Torres (2003) y; la declaración del Vivero Alto, sobre la *Reforma del sistema monetario internacional*, en Correa y Girón (2004). En cada documento, se estudian los problemas del actual sistema financiero y se delinean propuestas para su reforma, obviamente, en cada enfoque guarda enormes diferencias.

es decir, una política monetaria internacional, debe de articularse sobre la base de los tipos de cambio (Aglietta, 1987: 14 y 151).

Entonces, se ha asociado el desempeño del sistema financiero internacional imperante en un periodo histórico dado, en gran parte, con el comportamiento del régimen de tipo de cambio vigente (Puyana, 2003 y Puyana, 2003b). Sin embargo, hasta ahora, las propuestas emanadas de los diagnósticos del Fondo, apuntan a crear escenarios bajo la libre movilidad de capitales, sin alterar el régimen cambiario flexible.

Es más, como se sostuvo anteriormente, sus investigadores sostienen que un sistema cambiario más flexible es el resultado de la incompatibilidad entre la liberalización de capitales y las tasas de cambio fijas (Eichengreen 2000, 2000b, Summers, 1998, Solomon, 2000, y De la Dehesa, 2002). Para M. Aglietta (1987: 14) “en pocas palabras, es el mundo encantado del mercado perfecto trasplantado a la escala de las relaciones internacionales”, es la creencia de que los mercados son los únicos medios de promover los niveles de equilibrio de cambio.¹⁷⁷

Para las economías en desarrollo se mencionan tres cambios imprescindibles, urgentes y perentorios que deben de producirse para contar con un arreglo cambiario que se oriente a servir como un instrumento que apoye el crecimiento interno y el fomento del intercambio comercial, por una parte, regular los flujos internacionales de capital a corto plazo, incluso suprimiendo parte de las condiciones que lo hacen posible, al tiempo de mantener un régimen regulado en materia de tipos de cambio que anule las operaciones de arbitraje de divisas. Al igual, se percibe como una necesidad cambiar el escenario en materia de deuda externa, precediendo a cancelaciones, condonaciones y en su caso de forma marginal ciertas reestructuraciones (Vidal, 2005 y Vidal, 2004b). Todo lo anterior considerando siempre el campo de las relaciones con la economía mundial, a la vez de la economía nacional o de las regiones que se han constituido.

¹⁷⁷ Siguiendo al mismo autor, la *fabula* del equilibrio cambiario a través del mercado, se esfumo desde hace tiempo. Podría sostenerse, desde antes de que se instauro.

Es decir, en el fondo se requiere de redefinir las reglas de inserción internacional de los países en desarrollo, a partir de la modificación de sus formas institucionales y del establecimiento de un marco de regulación. Deben de emerger regímenes de “crecimiento que hagan de la exportación a todo trance el resorte último de la dinámica económica y social para cada país” (Boyer, 1999:49). El precedente de Bretton Woods sugiere la preponderancia de factores políticos. Hasta ahora, “la gestión de la economía mundial a cargo de las empresas transnacionales profundiza las desigualdades sociales, se seguirá fincando en la subsistencia de asimetrías y mantendrá el dominio de la inversión de racionalización” (Vidal, 2005:15 – 16).

3.4 Libre movilidad de capitales y regímenes cambiarios: alternativas para un país en desarrollo.

La liberalización de las cuentas de capital de los últimos años y la sucesiva presencia de crisis financieras, cambiarias y / o bancarias, han provocado las resientes discusiones sobre el régimen cambiario en México y en las economías en desarrollo en general.

A pesar de los resultados empíricos, se mantiene la idea que la adopción de un régimen cambiario a través de un consejo monetario, unión monetaria o dolarización, reduciría la vulnerabilidad de las economías subdesarrolladas.

En general, para la teoría económica de las áreas monetarias óptimas, el costo de renunciar al uso del tipo de cambio como instrumento de política esta determinado por el grado de integración real de la economía y la movilidad de todos los factores de la producción.

Una condición necesaria para la formación de un área monetaria, es la presencia de economías integradas y convergentes, condición lejana para las actuales circunstancias y características de los países de América Latina. Por lo que algunos autores señalan que antes de pensar en una unión monetaria latinoamericana, los países que la forman tendrían que converger e integrarse en las esferas económica, financiera y comercial, aspectos difíciles de concertar, no sólo en un plazo corto, si no en una propuesta de mayor alcance.

Más aún, lo anterior no garantizaría que los problemas estructurales, como el desequilibrio de sus balanzas de pagos, se resolvería. El equilibrio externo de estas economías exige un cambio en su estructura productiva que les permita exportar productos con mayor elasticidades (ingreso y precio) de demanda (Mántey, 2004).

Para la CEPAL (1992:197 – 199) en su definición más general, la integración económica consta de dos elementos fundamentales: la formación de mercados comunes entre dos o más países, derivada del derrumbe de las barreras que

impiden la movilidad recíproca de bienes, servicios y factores de producción, y la convergencia de aquellas áreas de las políticas económicas nacionales que tienen influencia en la competitividad de la producción y de los factores productivos nacionales.

Principios que lejos se encuentran de cumplirse en el Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), donde no existe una apertura recíproca de los mercados, ni tampoco, igualdad¹⁷⁸ en los incentivos de política económica ante “condiciones de competitividad espurias” (CEPAL, 1992:163).

Por ejemplo, en lo que respecta a la normativa de la inversión extranjera de cartera, en marco del TLCAN, “contiene disposiciones en su capítulo de inversiones que limitan la capacidad de los gobiernos para imponer controles al movimiento de capitales y a la repatriación de ganancias. Se podría decir que una de las implicaciones más importantes de este tipo de acuerdos es que a través de un tratado internacional se consolida la apertura de la cuenta de capitales de México iniciada a finales de los ochenta.”¹⁷⁹

Inclusive, no existe acuerdo,¹⁸⁰ si los esquemas actuales en discusión sobre la determinación cambiaria sean factibles para las características de las economías de América Latina. A pesar de toda la discusión generada y de las cuantiosas propuestas consideradas como grandes planes, por lo menos hasta el momento, todo indica que ninguna de ellas resulta viable

¹⁷⁸ Los tratados internacionales se ubican generalmente sobre las leyes secundarias en el ordenamiento jurídico de la mayoría de países. Además su modificación requiere renegociar con el resto de países involucrados. Esos dos elementos hacen que por ejemplo las disposiciones sobre liberalización de flujos de capital incluidas en los tratados de libre comercio sean más difíciles de revertir.

¹⁷⁹ Arroyo y Peñaloza (2000) mencionan que otros instrumentos jurídicos suscritos por México que establecen disposiciones relacionadas a la liberalización del movimiento de capitales son los acuerdos bilaterales de protección recíproca de inversiones (APPRI), algunas disposiciones de los acuerdos de la OMC y de la OCDE. Véase a Arroyo Picard, Alberto y Peñaloza Méndez, Andrés (Coordinadores) (2000). Derechos humanos y tratado de libre comercio México – Unión Europea. RMAC. México y Arroyo Picard, Alberto (Coordinador) (1999). El TLCAN 5 años después. Contenido, resultados y propuestas. RMAC. México. Mimeo. Citado por Góchez (2004:10).

¹⁸⁰ Existe una gran variedad de trabajos que estudian de diferentes ópticas y corrientes de pensamiento económico este fenómeno, en particular sobre el estudio de los países en desarrollo véase a S. Edwards (1998); F. Larraín y A. Velasco (2000); F. Larraín (2005); C. García Fernández – Muro (2002); P. Bustelo et al., (2000); O. Bajo (2002); y E. Mendoza (2004). Para el caso de México véase a A. Chapoy (2004); G. Mántey (2004); y C. Ibarra (2002).

Aún así, se debe de insistir que una interdependencia de los mercados, debe de entenderse como una dependencia reciproca de los países, ante pocas posibilidades, en el corto plazo, de convergencia real y monetaria, entre países con un alto grado de heterogeneidad.¹⁸¹

En ese sentido, *en este momento se requiere de una decisión interna en términos de política, que regule los intereses y expectativas de grupos sociales y agentes económicos.* La política debería de responder a una repentina entrada y salida de capitales. La política también puede crear instituciones y regímenes destinados a reducir la vulnerabilidad de la economía frente a la volatilidad de los capitales internacionales.¹⁸² La política debe de recuperar los espacios de soberanía económica.

Mientras que los países en desarrollo renuncien al manejo del tipo de cambio nominal como instrumento de política comercial, están impedidos para estabilizar el tipo de cambio real y evitar su apreciación significativa, alejándolo como una herramienta que se pueda relacionar con el crecimiento endógeno de la demanda efectiva, en la medida que coadyuve con el incremento de la competitividad.

México no debe de renunciar al manejo cambiario, más aún, se requiere de una política cambiaria que impulse el desarrollo económico del país. Se ha señalado que la determinación y comportamiento del tipo de cambio, son una condición necesaria para el desempeño de la producción y la generación de empleo, donde la “estabilidad monetaria, es un objetivo ineludible, pero no exclusivo ni absoluto, que debe hacerse compatible con otros objetivos económicos y sociales” (Palazuelos, 1998:209).

¹⁸¹ Hernández Laos (2004) analiza las convergencias en México y en Estados Unidos, en el siglo XX, donde “han sido de todo menos uniformas (...) las tendencias entre la economía mexicana y la estadounidense hubieran sido notoriamente divergentes en el siglo XX como lo fueron también a lo largo de la mayor parte del siglo XIX”.

¹⁸² Para Aldo Ferrer (1999), América Latina no puede nivelar el *campo de juego*, ni influir en una eventual reforma del sistema financiero internacional. Pero sí puede *poner su casa en orden*, con propuestas más modestas, pero factibles y necesarias y encarar un proceso profundo de reformas para liberar las fuerzas de crecimiento, repartir con equidad la riqueza y el ingreso y transformar los vínculos con el resto del mundo.

Se requiere una política cambiaria que contribuya a la estabilidad de los precios, lo que le facilitaría la toma de decisiones en la distribución eficiente de los recursos productivos y financieros, pero que al mismo tiempo, debe de ser un instrumento activo, que mantenga dentro de límites tolerables los desequilibrios externos y presupuestarios.

En tal sentido, la definición de un régimen cambiario es una cuestión fundamental en el trazo de una estrategia alternativa de desarrollo. Se sostiene que para conseguir un crecimiento sostenido del producto y del bienestar de una sociedad, el papel del tipo de cambio y la política cambiaria es extraordinariamente importante (A. Guillén, 1998, 2001; E. Ortiz, 2003).

Se ha demostrado, hasta ahora, que México, y los países en desarrollo, *no puede definir al mismo tiempo su estrategia de desarrollo e inserción internacional, dentro de una lógica de economía abierta y libre mercado.*

El caso de México, es sugerente. Después de veintitrés años la transición al modelo exportador de manufacturas no acaba de concluir, esto a pesar de que el comercio exterior es relevante respecto a su actividad económica, donde más de la tercera parte de su producto es explicado por su sector externo. En parte, lo anterior es revelado por el debilitamiento del mercado interno y la ruptura de las cadenas productivas locales, que evidencia, los problemas estructurales que genera la brecha externa.

El tipo de cambio adquiere una importancia extrema en la asignación de recursos (entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables) y la determinación de la tasa de crecimiento, en el contexto de liberalización comercial y financiera.

Donde la liberalización comercial ha sido acompañada por la volatilidad del tipo de cambio, la cual, junto a las variaciones de las elasticidades ingreso y precio de la demanda de importaciones, que han estado presentes en la historia reciente del intercambio comercial de México, vienen a profundizar el desequilibrio comercial (Moreno – Brid, 1998b y 2002).

Mientras que la liberalización financiera ha generado cambios institucionales del sector, significando una reducción del financiamiento de corto plazo e impidiendo el fondeo de la inversión, lo que se tradujo en una disminución de la canalización de recursos financieros al sector productivo e incremento la inestabilidad económica. México, desapareció los mecanismos “compensatorios”, destinados a canalizar recursos financieros al sector productivo (Levy, 1998 y 2002).

Entonces la apertura e integración del mercado interno debería ser acompañada por políticas monetarias y fiscales, con la canalización selectiva del crédito a proyectos de inversión prioritarios y a actividades con potencial exportador, donde el tipo de cambio deberá ser, fundamentalmente un instrumento de la política comercial (Ros, 1995). Es urgente, que un país en desarrollo, en un contexto de liberalización e integración comercial y financiera, ponga el tipo de cambio al servicio de los sectores productivos, de las actividades comerciales, al servicio de la producción, el empleo y el crecimiento económico (Moreno – Brid, 2002).

En ese sentido, se sostiene la necesidad de mantener un tipo de cambio competitivo, que genere el establecimiento de un tipo de cambio real para crear un estímulo permanente al fortalecimiento de las exportaciones y la sustitución de importaciones, que equilibre la balanza comercial y no dependa de los flujos internacionales de capital de corto plazo (Mantey, 1999). El problema es definir un régimen cambiario que conjugue un estímulo adecuado a las actividades exportadoras y a la vez no amplifique las presiones inflacionarias.

Hasta ahora, existe una concordancia entre la teoría económica dominante y quienes toman las decisiones en términos de política. Donde el tipo de cambio ha dejado de ser un instrumento que se pueda vincular con una política industrial y comercial para la creación de empleos. Los espacios para el intercambio de ideas, a comparación de los otros son escasos, y los círculos de la toma de decisiones, se presentan ajenos y alejados de las necesidades de los que dicen representar.

Se plantea la necesidad de insertarse dinámicamente en el mercado mundial de bienes y servicios, así como acceder a las fuentes internacionales de financiamiento. Lo anterior pasa necesariamente por la construcción de reglas,

instituciones y medios necesarios para controlar la entrada de capital de corto plazo, lo que lleva a revisar la inserción de México en el proceso de apertura e integración de los mercados internacionales, bajo una lógica de economía abierta y libre mercado.

A la vez de buscar generarse una agenda de cooperación monetaria en el marco del TLCAN, debe de replantearse la necesidad de crear “impulsos”, a través de mecanismos de gestión que contribuyan a que el gobierno del Estado intervenga en la economía.¹⁸³

En *particular* con una política cambiaria antes descrita, dejaría de ser el tipo de cambio una variable ligada a las necesidades de la esfera financiera y, en *general*, contribuiría a pasar de un modelo económico con predominio de intereses financieros a las necesidades de los intereses de la esfera real, del crecimiento y de la generación de empleos.

¹⁸³ A través de: a) Regulación (fijación de precios y tarifas públicas, determinación de condiciones para la entrada y salida del mercado), b) Política económica (tributaria, arancelaria, de gasto público, monetaria, crediticia, financiera, cambiaria, comercial, industrial), y c) Participación directa como agente productor / distribuidor (empresa de utilidad pública) o financiador (bancos de desarrollo) (Lerda, 1996).

Conclusiones.

Del estudio del estado de la cuestión sobre el tipo de cambio, en una economía en desarrollo y con libre movilidad de capitales, saltan por lo menos tres niveles de consideraciones, que no son ajenas entre sí: *elementos teóricos, hechos empíricos y una reflexión de la experiencia histórica.*

I. Dentro de los *elementos teóricos* revisados resalta:

- 1 Un desplazamiento en cuanto a los factores explicativos del tipo de cambio. Donde se evalúan de distintas formas los efectos de la libre movilidad de capitales sobre algunas variables de los países receptores y su relación con las cuentas externas, en particular, en la interpretación que se le da a un déficit en cuenta corriente.
- 2 Este desplazamiento teórico responde a un hecho histórico: la desaparición formal del Régimen de Bretton Woods en 1971 y el inicio de una crisis económica de largo plazo. A partir de entonces se sostiene que los flujos internacionales de capital han desempeñado un papel cada vez más relevante en el comportamiento de la economía mundial y por ende en la determinación del tipo de cambio.
- 3 El estudio de la determinación del tipo de cambio se ha trasladado, entonces, de la teoría del comercio internacional, al análisis de las finanzas internacionales.
- 4 En la primera la explicación de los movimientos cambiarios, eran comprendidos por los movimientos de la balanza comercial, es decir, por la evolución de los precios de los bienes, a través de las variaciones de la relación de intercambio. En la segunda se considera que bajo un contexto de integración de los mercados financieros internacionales, el comportamiento del tipo de cambio está más determinado por los movimientos de los precios de los activos, es decir, asociado a la balanza de capitales.

- 5 En los primeros enfoques, el contexto del cual partía su construcción, sea modificado totalmente, siendo una de sus principales límites, la no consideración de la libre movilidad de capitales y la integración de los mercados financieros de carácter privado.
- 6 Mientras que la evidencia empírica de los segundos es bastante escasa y limitada, debido en gran parte al carácter discutible de la misma ya que depende de la formación de expectativas en un entorno de incertidumbre. Lo que hace a estos modelos, consistentes y lógicos, desde el punto de vista de su restringido marco teórico. En algunos casos, se ha señalado, que el fracaso empírico de estos enfoques, no se debe a problemas de estimación, sino de especificación, esto es, originados en los propios supuestos de los modelos.
- 7 Aspectos que reflejan una discusión en la literatura dominante. Donde cada uno de estos enfoques trata de insistir en un efecto especial, incorporando los instrumentos conceptuales propios del momento y del marco doctrinal en el que se encuentran situados, siendo más o menos convincentes para un caso concreto y válido sólo para condiciones específicas, las cuales a menudo carecen de análogos.
- 8 Lo que ha llevado a sostener que no existe la certeza de afirmar que alguno de estos enfoques sea el que goce de un mayor poder explicativo. La utilidad efectiva de estas teorías sobre la determinación del tipo de cambio es hoy en día bastante relativa.
- 9 Entre las principales líneas de investigación surgidas del fracaso empírico de los enfoques anteriores, parte de la literatura, desde la perspectiva de la teoría hoy dominante, se ha propuesto lograr una síntesis de ellos, aunque por ahora no hay señal alguna de que lo hayan logrado, mientras que otra línea de investigación, aborda la nueva información disponible en los mercados cambiarios, examinando la posible existencia de burbujas especulativas y los modelos basados en la distinción entre dos tipos de

agentes (“chartistas” y “fundamentalistas”) que operan en los mercados de divisas .

10 Esta discusión ha tomado cierta relevancia a propósito de la liberalización de las cuentas de capital de los últimos años, las propuestas de integración económica y la sucesiva presencia de crisis financieras, cambiarias y / o bancarias. Es aquí donde se sitúan otros análisis teóricos, desde una perspectiva de América Latina. En estos intentos teóricos que buscan explicar el comportamiento cambiario, dentro de un nuevo contexto de desregulación e integración financiera internacional, donde la aparición y el papel económico de nuevos actores, que en alguna medida son relevantes en la explicación del comportamiento del tipo de cambio.

11 Existe una concordancia entre las recomendaciones del FMI y la teoría dominante, que postula que la liberalización de los mercados financieros, como el crecimiento de los flujos de capital mundiales, crean una fuerte presión para dar mayor flexibilidad al tipo de cambio. La fijación del tipo de cambio parece indefendible en un mundo de movilidad de capital alta y volátil.

II. Parte de los *hechos empíricos* de la anterior lo encontramos en:

12 Tras la desaparición formal del RBW en 1971, se legalizaron los tipos de cambio flotantes y se inicia un periodo de exportación de grandes flujos de capital a países en desarrollo estimulando un proceso de desequilibrio en sus cuentas externas.

13 Para las economías en desarrollo, lo anterior significó la apertura de la cuenta de capital acompañada, por la liberalización del mercado interno de capitales. Permitidas y apoyadas por una secuencia de reformas institucionales que se fueron realizando para liberar y desregular los movimientos internacionales de capital.

- 14 Lo que ha propiciado una nueva etapa al acceso de los mercados internacionales de capital, de carácter privado y volátil, que a decir de los hacedores de la política económica, permitiría completar el ahorro interno para impulsar el crecimiento y promover el desarrollo del país.
- 15 Fenómeno que refleja la dependencia y subordinación de los países en desarrollo, a la dinámica de los ciclos económicos de las economías desarrolladas.
- 16 Así, podemos establecer un sentido de causalidad de los flujos de cartera para México, y en general para las economías de América Latina, pudiéndose correlacionar directamente a los cambios en la rentabilidad ofrecida en los mercados de títulos, a las variaciones de la tasa de interés y tipos de cambio, como con las perspectivas en la conducción de políticas económicas, asociadas a la adopción de reformas llamadas estructurales.
- 17 En estas economías, el instrumento cambiario, en su modalidad de régimen flexible (en su forma nominal fija y en la real apreciada), adquiere un papel relevante, ante la movilidad de capitales de corto plazo, en un contexto de crisis de largo plazo, donde la paridad adquiere un rango de variable de rentabilidad para estos capitales. Que de cierta forma, anuncia un cambio en su papel y naturaleza.
- 18 Las fluctuaciones del tipo de cambio vienen a afectar las ganancias y expectativas de los intereses económicos de los nuevos operadores financieros que realizan transacciones en los mercados de capitales, a través de los llamados “inversionistas institucionales”, que son tenedores de activos financieros, sociedades de inversión de diversa índole, que se han convertido en los más importantes participantes en los mercados financieros.
- 19 Fenómeno que es concomitante al proceso de financiarización de la economía mundial. En sus dos sentidos, estricto y ampliado. El proceso de

financiarización, se desenvuelve en un marco de crisis de largo plazo, que constituye el contexto económico y social que le da sentido y contenido, y en donde múltiples procesos se desdoblaron. Para algunos autores esta crisis de largo plazo puede ser caracterizada como *crisis del modo de regulación* vigente desde la posguerra.

- 20 En torno a este proceso se expresan un conjunto de intereses de grupos sociales y sujetos económicos, a través de los más importantes conglomerados industriales y financieros, de los segmentos sociales dominantes de cada país, de las fuerzas políticas conservadoras, y de los estados de los países en desarrollo y desarrollados.
- 21 En él encuentran varios mecanismos de redistribución del ingreso a favor de la esfera financiera en detrimento del capital que opera en la esfera real, en particular, y del deterioro de las condiciones sociales de extensos sectores de la población, en general. Lo que responde a una regla: los intereses (y las políticas que los concretizan) del capital que opera en la esfera real, son opuestos, en cierto sentido y bajo condiciones específicas, a los que se encuentran operando en la esfera financiera.

III. La experiencia histórica nos muestra que:

- 22 El SMI adquiere rasgos particulares en diferentes periodos, en estrecha relación con la estructura económica y política que lo sustenta. Hablar hoy de la reforma del SMI, implica necesariamente, cambiar aspectos económicos y políticos, de lo contrario, será solo un ensayo.
- 23 Siendo el régimen cambiario, el centro de todo SMI, en todos los tiempos. Situación que va más allá de la interrelación entre los países.
- 24 En general, un régimen de flotación, acompañado de la libre movilidad de capitales, introduce un grado de incertidumbre en las transacciones comerciales, desalentando con ello el comercio internacional y contribuye al lento crecimiento.

- 25 En particular, se convierten en un obstáculo para generar condiciones endógenas de crecimiento, ligadas con la creación de empleos y con el bienestar de la población.
- 26 Entonces, la libertad de intercambio mercantil no implica libertad de capitales. En una era de libre comercio multilateral los tipos de cambio flexible y la libre movilidad del capital internacional son incompatibles con el empleo pleno en escala global y el crecimiento económico rápido.
- 27 Por lo que habrá que diferenciar la inserción de una economía en desarrollo al mercado financiero y comercial internacional y la búsqueda de estrategias de desarrollo. Los países en desarrollo, no puede definir al mismo tiempo su estrategia de desarrollo e inserción internacional, dentro de una lógica de economía abierta y libre mercado. Lo que implica, el manejo de instrumentos y de mecanismos, con distinto ritmo y diferentes espacios.
- 28 Para generar condiciones de crecimiento, los países en desarrollo, no deben de renunciar al manejo del tipo de cambio nominal como instrumento de política comercial, ya que estarán impedidos para estabilizar el tipo de cambio real y evitar su apreciación significativa.
- 29 En un entorno de liberalización financiera y comercial, el tipo de cambio adquiere una importancia extrema en la asignación de recursos (entre los sectores de bienes comerciables y no comerciables) y la determinación de la tasa de crecimiento.
- 30 La liberalización comercial ha sido acompañada por la volatilidad del tipo de cambio, la cual, junto a las variaciones de las elasticidades ingreso y precio de la demanda de importaciones, que han estado presentes en la historia reciente del intercambio comercial de México, viene a profundizar el desequilibrio comercial.

31 Mientras que la liberalización financiera ha generado cambios institucionales del sector, significando una reducción del financiamiento de corto plazo e impidiendo el fondeo de la inversión, lo que se tradujo en una disminución de la canalización de recursos financieros al sector productivo e incremento la inestabilidad económica. México, desapareció los mecanismos “compensatorios”, destinados a canalizar recursos financieros al sector productivo.

Bibliografía.

- 1 Aguirre, C. María Teresa (2004). “*Controversia White – Keynes, orden y desorden Financiero Internacional*”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (Coordinadoras). Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 111 – 188.
- 2 Aglietta, Michel (1987). El fin de las divisas clave. Ensayo sobre la moneda internacional. Siglo Veintiuno, México.
- 3 _____ (1983). “*El capitalismo mundial en los ochentas*”, en Cuadernos Políticos, julio – septiembre, núm. 37, México, págs. 15 – 45.
- 4 Alatone, Fierro Manuel (1986). “*La balanza comercial mexicana: componentes y determinantes*”, en Economía Teoría y Práctica, número 9, invierno, UAM, México, págs. 213 – 246.
- 5 Álvarez, Peralta Ignacio y Buendía, García Luis (2004). “*Financiarización y regresión social: la economía de los Estados Unidos durante los años noventa*”, Ponencia presentada en la XI Jornada de Economía Crítica, UCM, Madrid.
- 6 Appleyard, Dennis R. y Field, Alfred (2003). Economía Internacional, McGraw – Hill, cuarta edición, Bogotá.
- 7 Arrizabalo, M. Xavier (1997). “*Las relaciones monetarias internacionales en la economía capitalista mundial*”, en Xavier Arrizabalo (editor). Crisis y ajuste en la economía mundial. Implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM. Síntesis, España, págs. 17 – 48.
- 8 Ávila Dorantes, Caamal Cauich, y Martínez Luís (2003). “*El impacto de la tasa de interés y del tipo de cambio en el sector agrícola*”, en Problemas del Desarrollo, Vol. 34, núm. 134, X – XII, UNAM, México, págs. 87 – 104.
- 9 Baqueiro, Cárdenas A. et al., (2003) “*¿Temor a la flotación o a la inflación?, La importancia del “traspaso” del tipo de cambio a los precios*”, en Documento de Investigación núm. 2003 – 02. Dirección General de Investigación Económica, Banco de México, en www.banxico.org.mx. Fecha de consulta, 15 de abril de 2004.
- 10 Bajo, Rubio Oscar (2002). “*Crisis cambiarias: teoría y evidencia*”, en Revista del Sector Exterior Español, (ICE), No. 802, octubre, Madrid, págs. 195 – 207.
- 11 _____ y Sosvilla, Rivero Simón (1993). “*Teorías del Tipo de Cambio: una Panorámica*”, en Revista de Economía Aplicada, No. 2, Vol. 1,

España, págs. 175 – 205.

- 12 Bendesky, León (2004). Temas de Economía, Ederé, México, págs. 173 – 189.
- 13 Bekerman, Marta (1999). “*Flujos de capital, estructura macroeconómica y balance comercial en las economías de América Latina*”, en Asociación Argentina de Economía Política, versión electrónica, en http://www.aaep.org.ar/espaa/anales/resumen_99/bekerman.htm. Fecha de consulta, 25 de abril de 2004.
- 14 Bhaduri, Amit (2002). “*Hacia una nueva arquitectura financiera internacional*”, en El Trimestre Económico, Vol. LXIX (4), No. 296, octubre – diciembre, págs. 445 – 454.
- 15 Bonnet, R. Alberto (2002). “*El fetichismo del capital – dinero: el debate Chesnais – Husson*”, en Realidad Económica, IADE, núm. 186, 16 de febrero al 31 de marzo, Buenos Aires, págs. 94 – 123
- 16 Boyer, Robert (1999). “*Dos desafíos para el siglo XXI: disciplinar las finanzas y organizar la internacionalización*”, en Revista de la CEPAL, núm. 69, diciembre, Santiago de Chile, págs. 33 – 51.
- 17 _____ (1992). La Teoría de la Regulación, Ediciones Alfonso, El Magnánin, Valencia.
- 18 Bubula, Andrea y Otker-Robe, Inci (2004). “*En defensa de la bipolaridad*”, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, Vol. 41, número 1, marzo, Washinton, D.C, págs. 32 – 35.
- 19 Buria, Ariel, Correa, Eugenia, De Bernis, et al., (2004). “*Reforma del sistema monetario internacional*”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (Coordinadoras). Economía Financiera Contemporánea, Tomo IV, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 277 – 281.
- 20 Buria, Ariel (1994). Reflexiones sobre el Sistema Monetario Internacional. Estudios del CEMLA, México.
- 21 _____ (1989). “*Naturaleza y dirección de la reforma del Sistema Monetario Internacional*”, en Edmar L. Bacha y Sebastián Edwards (editores) Programas de ajuste y crecimiento, El Trimestre Económico, Vol. 56, número especial, julio, México, págs. 365 – 389.
- 22 Bustelo, Pablo et al., (2000). “*Causas de las crisis cambiarias en el Tercer Mundo: deficiencias estructurales y globalización financiera*”, Departamento de Economía Aplicada I, UCM, España.

- 23 _____ (1996). “*El Banco Mundial y el desarrollo económico; un análisis crítico*”, en Jesús de la Iglesia (Coordinador). El orden económico mundial, Síntesis, Madrid, págs. 151 – 168.
- 24 Camdessus, Michel (1994). “*Cincuenta años del FMI: nuevas funciones y una misión constante*”, en Comercio Exterior, Vol. 44, número 10, octubre, México, págs. 896-900.
- 25 Carcanholo, A. Reinaldo y Nakatain, Paulo (2001). “*Capital especulativo parasitario versus capital financiero*”, en Problemas del Desarrollo, Vol. 32, núm. 124, enero – marzo, IIEc – UNAM, págs. 9 – 31.
- 26 Cardim de Carvalho, F.J. (2000). “*The IMF as crisis manager: an assessment of the strategy in Asia and of its criticisms*”, en JPKE – Winter, Vol. 23, No. 2.
- 27 Carstens, G. Agustín y Werner, M. Alejandro (2000). “*Política monetaria de México con régimen de tipo de cambio flotante*”, en Monetaria, CEMLA, México, págs. 412 – 469.
- 28 CEMLA (1988). *Introducción al Sistema Monetario Internacional*, Ensayos, número 51, México.
- 29 Ceña, Jodra et al. (1994) “*El tipo de cambio a plazo en el enfoque de activos de los mercados cambiarios*”, en Sara González (coordinadora). Temas de organización económica internacional, McGraw – Hill, España, págs. 81 – 89.
- 30 CEPAL, (2003). *Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe*, CEPAL, Santiago de Chile, diciembre, págs. 42 – 60.
- 31 ____ (2001). Creecer con estabilidad. El financiamiento del desarrollo en el nuevo conflicto internacional, CEPAL – Alfaomega, México.
- 32 ____ (1992). Coordinación de políticas macroeconómicas, en Libros de la CEPAL, núm. 34, Santiago de Chile.
- 33 Chapoy, Bonifaz Alma (2004). “*El Sistema Financiero Internacional*”, en Eugenia Correa y Alicia Girón (Coordinadoras). Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 49 – 111.
- 34 _____ (2004b). “*Esquemas monetarios: ¿fijos o flexibles?*”, Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera “Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina”, IIEc, UNAM del 8-10 de noviembre del 2004.
- 35 _____ (2004c). “*El dólar estadounidense: el impacto*

- de sus fluctuaciones*”, en Problemas del Desarrollo, Vol. 35, I – III, núm. 136, IIEc. UNAM, págs. 27 – 47.
- 36 _____ (2001). El Sistema Monetario Internacional, IIEc – UNAM – Porrúa, México.
- 37 Chesnais, Francois (2003), *¿Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual?*, en Las Trampas de las Finanzas Mundiales, Akal, Madrid.
- 38 _____ (2001). *La “nueva economía”: una coyuntura favorable al poder hegemónico en el marco de la mundialización del capital*. <http://attac.org/>. Consulta, 20 de octubre 2003.
- 39 _____ (1998). *“Los Estados – rentistas dominantes en un sistema capitalista mundial tendencialmente en contradicción”*, Ponencia presentada en el Congreso Marx Internacional, del 1 al 3 de octubre, Universidad de Nanterre, París (Multicopiado).
- 40 _____ (1996) *Notas para una caracterización del capitalismo a fines del siglo XX*”, en Herramienta número 1, Buenos Aires. <http://www.herramienta.org.ar> Consulta, 13 de octubre 2003.
- 41 _____ (1994), La mondialisation du capital. Alternatives économiques, primera edición, Syros, Paris.
- 42 Conde López F. y Hurtado, Ocaña I. (1999). *“El Fondo Monetario Internacional, ¿continuidad o reforma?”*, en Munuela A. De Paz Bañez, et al. (editores) Economía Mundial. Docencia e Investigación, Universidad Huelva, España. Versión en Multimedia.
- 43 Conde, Raúl (1984). *“La regulación, una teorización intermedia”*, en La crisis y los modos de regulación del Capitalismo, en Cuadernos Universitarios, núm. 8, DCSH, Depto. de Economía, UAM – I, págs. 15 – 31.
- 44 Correa, Eugenia (2004). *“Reforma financiera en México”*, en Eugenia Correa y Alicia Girón (Coordinadoras). Economía Financiera Contemporánea, Tomo I, UNAM, FCA, UAM – I, UAZ, Porrúa, Senado de la República, LIX Legislatura, México, págs. 141 – 180.
- 45 _____ (2004b). *“Agotamiento del modelo de reformas en América Latina”*, en Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina, UNAM, IIEc, del 8-10 de noviembre del 2004
- 46 _____ (2001). *“La economía mexicana y los mercados financieros internacionales”*, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 87 – 99.

- 47 _____ y Calvo, R. (1996). “*Inversión de cartera y sector externo en la economía mexicana*”, en Comercio Exterior, Vol. 46, núm. 4, abril, México, págs. 285 – 294.
- 48 _____ (1994). “*Regulación y desregulación bancarias. Tendencias a una nueva regulación en los noventas*”, en Antonio Gutiérrez Pérez y Celso Garrido Noguera (coordinadores). Transiciones financieras y TLC, Ariel Economía, México, págs. 213 – 227.
- 49 _____ (1984). “*El endeudamiento de América Latina*”, en Investigación Económica, núm. 170, octubre – diciembre, Facultad de Economía, UNAM, págs. 187 – 217.
- 50 Cuadrado, Roura Juan (coordinador) (2001). “*Política económica de una economía abierta*”, Capítulo trece, en Política Económica. Objetivos e instrumentos, McGrawHill, España.
- 51 _____ (1995). “*El equilibrio externo*”, Capítulo once, en Introducción a la Política Económica, McGraw - Hill, Madrid, págs. 361 – 394.
- 52 Cuevas, Ahumada, V. Manuel y Torres Maldonado, E. José (2003). “*El FMI y la nueva arquitectura financiera mundial*”, en Análisis Económico, número 39, Vol. XVIII, tercer cuatrimestre, UAM.
- 53 Davidson, Paul (2001). “*John Maynard Keynes y la economía del siglo XXI*”, en Comercio Exterior, Vol. 51, núm. 1, México, enero, págs. 3 – 14.
- 54 De Bernis, Destanne Gerard (1988). El capitalismo Contemporáneo. Nuestro Tiempo, México.
- 55 _____ (1978). “*Equilibrio y regulación: una hipótesis alternativa y proposiciones de análisis*”, en Investigación Económica, Vol. 14, núm. 14, Facultad de Economía, UNAM, págs. 13 – 80.
- 56 Dehove, M, Malthis J.(1986) El Sistema Monetario Internacional, Coll, Ciencias Económicas, París.
- 57 De la Dehesa, Guillermo (2002). “*Globalización y tipos de cambio*”, Capítulo ocho, en Comprender la globalización, Alianza Editorial, Madrid.
- 58 De la Iglesia, Jesús (1996). “*El Banco Mundial*”, en Jesús de la Iglesia (Coordinador). El orden económico mundial, Síntesis, Madrid, págs. 131 – 150.
- 59 Díaz – Bautista A. y M. Rosas Chimal (2003). “*La inversión extranjera de cartera en México: un análisis estructural*”, en Comercio Exterior, Vol. 53, núm. 3, marzo, México, págs. 214 – 230.

- 60 Dluhosch B., Freytang A., y Kruger M. (1996). *“International Competitiveness and the Balance of Payments. Do current account deficits an surpluses matter?”*. Edward Elgar E.U.
- 61 Dornbusch, Rudiger; y Stanley Fischer (1990). Macroeconomía, McGraw-Hill, cuarta edición, México.
- 62 Dornbush, Rudiger (1980). *“Exchange Rate Economics: Where Do We Stand?”*, Brookings Papers on Economic Activity, No. 1, pp. 143 – 185.
- 63 Duménil, Gérard y Lévy Dominique (2000). *“Capital financiero y neoliberalismo: un análisis de clase”*, en Diego Guerrero (editor), Macroeconomía y Crisis Mundial, Trotta, Madrid, págs. 67 – 91.
- 64 Eatwell, John y Taylor, Lance (2000), Global Finance at Risk, The New Press, New York.
- 65 Edwards, Sebastián (2002). *“Veinticinco Años de Programas de Estabilización en América Latina: La Conexión del Tipo de Cambio”*, en Banco de México, págs. 399 – 458. Versión electrónica, www.banxico.org.mx. Fecha de consulta, 15 de abril de 2004.
- 66 _____ (1998). *“Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences”*, en NBER, Working Papers.
- 67 _____ (1996). *“Política comercial, tipo de cambio y crecimiento”*, en Rudiger Dornbusch (editor). Reforma, recuperación y crecimiento en América Latina y Medio Oriente, BID, Washinton D.C., págs. 15 – 62.
- 68 _____ (1989). *“Determinantes reales y monetarios del comportamiento del tipo de cambio real: Teoría y pruebas de los países en desarrollo”*, en Edmar L. Bacha (editor). Programas de ajuste y crecimiento, en El Trimestre Económico, Vol. 56, número especial, julio, México, págs. 75 – 110.
- 69 Eichengrenn, Barry (2000). La Globalización del Capital. Historia del Sistema Monetario Internacional, Antoni Bosch, España.
- 70 _____ (2000b). Hacia una Nueva Arquitectura Financiera Internacional, Oxford, México.
- 71 Erturk, Korkut (2003). On the Changing Nature of Currency Crises, CEPA, New School University, New York.

- 72 Estay, Jaime (2000). “*La globalización financiera. Una revisión de sus contenidos e impactos*”. Versión electrónica, Red de Estudios de la Economía Mundial www.redem.buap.mx Consulta, 13 de octubre 2003.
- 73 Félix, David (1996), *La Globalización Financiera contra el Libre Comercio: Defensa del Impuesto Tobin*, en *Investigación Económica*, número 217, julio – septiembre. Facultad de Economía, UNAM, México.
- 74 _____ (1998) “*La Globalización del Capital Financiero*”, *Revista de la CEPAL*, núm. extraordinario, Santiago de Chile, págs. 139 – 154.
- 75 Félix Jiménez (1998). “*Notas sobre la determinación y dinámica del tipo de cambio*”, Pontificia Universidad Católica del Perú, versión electrónica en, www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD158.pdf. Fecha de consulta, 15 de abril de 2004.
- 76 Feinberg R. y Gwin C. (1991). La reestructuración del FMI en un mercado bipolar, CEMLA, México, págs. 53 – 65.
- 77 Fernández, Díaz Andrés, et al., (1999) “*El equilibrio de la balanza de pagos*”, Capítulo ocho, en Política Económica, McGraw-Hill, segunda edición, Madrid, págs. 221 – 276.
- 78 _____ (1993). “*El equilibrio de la balanza de pagos*”, Capítulo catorce, en Curso de Política Económica, AC, segunda edición, Madrid, págs. 421 – 485.
- 79 Ferrer, Aldo (1999). “*La globalización, la crisis financiera y América Latina*”, en Comercio Exterior, julio, México, págs. 527 – 536.
- 80 Fitzgerald Valpy (2002). “*La (in)seguridad del Sistema Financiero Internacional*”, en Oscar de Juan y Eladio Febrero (coordinadores) La fragilidad financiera del capitalismo. Universidad de Castilla – La Mancha, España, págs. 209 – 232.
- 81 Fischer, Stanley (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, en *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, No. 2, págs. 3 – 24.
- 82 FMI, (2004). “*Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks*”, december 31, Washington, D.C
- 83 _____ (2002). “*Perspectivas de la Economía Mundial, “Comercio y Finanzas”*”, FMI, septiembre, Washington, D.C.
- 84 _____ (2000). “*Informa Anual*”, FMI, Washington, D.C.
- 85 _____ (2000b). “*Reforma de la Arquitectura Financiera Internacional*”,

FMI. Versión electrónica en
<http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/es/062600s.htm>. Fecha de
Consulta, 2 de junio 2004.

- 86 _____ (1998). “*Perspectivas de la Economía Mundial, “La Turbulencia Financiera y la Economía Mundial”*”, FMI, octubre, Washington, D.C.
- 87 _____, (1997). “*Exchange Rate. Arrangement and Economic Performance in Developing Countries*”, World Economic Outlook, capítulo IV, IMF, Washington, D.C
- 88 _____, (1987). Convenio Consultivo. Washinton, D.C.
- 89 Frenkel, Roberto (2003). “*Globalización y crisis financieras en América Latina*”, en Revista de la CEPAL, número 80, agosto, págs. 41 – 54.
- 90 Galindo, Luís Miguel y Cardero, María Elena (1999). “*La demanda de importaciones en México: un enfoque de elasticidades*”, en Comercio Exterior, Vol. 49, núm. 5, mayo, México, págs. 481 – 487.
- 91 _____ y Guerrero, Carlos (1997). “*Factores determinantes de la balanza comercial de México, 1980 – 1995*”, en Comercio Exterior, Vol. 47, número 10, octubre, México, págs. 789 – 794.
- 92 Galindo, Martín M.A. (1996). “*El papel de Keynes en los Acuerdos de Bretton Woods y las implicaciones de política económica*”, en Jesús de la Iglesia (Coordinador). El orden económico mundial, Síntesis, Madrid, págs. 81 – 102.
- 93 García, Arias Jorge (2004). “*Mundialización y sector público: mitos y enseñanzas de la globalización financiera*”, en Revista de Comercio Exterior, Vol. 54, Núm. 10, octubre, México, págs. 856 – 873.
- 94 García, Fernández –Muro Clara (2002). “*Regímenes cambiarios en economías emergentes: Algunas ventajas y desventajas*”, ponencia presentada en la IV Reunión de Economía Mundial, Coruña, 25 y 26 de abril.
- 95 García, T. Alfredo (1998). “*Cómo leer la balanza de pagos*”, en Realidad Económica, Núm. 155, págs. 24 – 47.
- 96 Góchez Sevilla, Roberto A. (2004). “*Inversión extranjera de cartera: determinantes en México*”, en idónea comunicación de resultados, Postgrado en Estudios Sociales, Tesis de Maestría en Economía Social, DCSH, UAM – I, México.
- 97 Goicochea F. Julio (2004). “*Tipo de cambio real y comercio exterior en México*”, en Arturo Guillén y Gregorio Vidal (coordinadores). La economía

mexicana bajo la crisis de Estados Unidos, UAM – I, Porrúa, México, págs. 155 – 172.

- 98 _____ (2000). “*Induciendo una recesión: la apertura financiera en Corea del Sur*”, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (compiladoras), De la desregulación financiera a la crisis cambiaria: experiencias en América Latina y el Sudeste Asiático, UNAM, págs. 321 – 343.
- 99 _____ (1999). “*México en la economía global: importación de capital y endeudamiento externo*”, en IZTAPALAPA, núm. 46, julio – diciembre, UAM, México, pág. 77 – 92.
- 100 Griffith – Jones, Stephany (1997). “*Las afluencias de capital internacional en la América Latina*”, en Victor Bulmer – Thomas (compilador), El nuevo modelo económico en América Latina, FCE, Lectura del Trimestre Económico, núm. 84, México, págs. 157 – 177.
- 101 _____ y Stallings (1995). “*Nuevas tendencias financieras globales: implicaciones para el desarrollo*”, en Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política, núm. 27, enero – junio, Madrid, págs. 115 – 148.
- 102 Guerra – Borgues (2001). “*Factores determinantes de la inversión extranjera: introducción a una teoría inexistente*”, en Comercio Exterior, septiembre, México, págs. 825 – 832.
- 103 Guerrero, Diego (1996). Regulacionistas y Radicales, en Historia del pensamiento económico heterodoxo, Trotta, España, págs. 123 – 142
- 104 Guillén Romo, Arturo (2001). “*México; régimen cambiario e integración en el marco del Tratado de Libre Comercio de América del Norte*”, en G. Vidal (coordinador). México y la economía mundial: análisis y perspectiva, UAM – I, Porrúa, págs. 59 – 75.
- 105 _____ (2000). México hacia el siglo XXI: Crisis y modelo económico alternativo. UAM – Plaza y Valdés, México.
- 106 _____ (1998). “*Política cambiaria y desarrollo*”, en Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 6, junio, México, págs. 487 – 494.
- 107 Guillén Romo, Héctor (2001). “*Finanzas y trabajo*”, en Realidad Económica, IADE, núm. 184, 16 de noviembre al 31 de diciembre, Buenos Aires, págs. 39 – 61.
- 108 _____ (1998). “*Movimientos internacionales de capital y crisis en América Latina*”, en Comercio Exterior, Vol. 48, número 6, junio, México, págs. 501 – 511.

- 109 _____ (1997). “*Globalización financiera y riesgo sistémico*”, en Comercio Exterior, Vol. 47, número 11, noviembre, México, págs. 870 – 880.
- 110 _____ (1997). La contrarevolución neoliberal, Era, México.
- 111 Guzmán, Calafell Javier (1994). “*Medición del tipo de cambio real con base en el costo unitario de la mano de obra*”, en Comercio Exterior, Vol. 44, núm. 7, julio, México, págs. 596 – 601.
- 112 Heilbroner Robert y Milberg Willian (1999). La evolución de la sociedad económica. Prentice Hall, décima edición, México, en particular capítulos 10 y 11, págs. 137 – 161.
- 113 _____ y Thurow, Lester (1982), Cinco retos económicos, Esamex, México.
- 114 Hernández, F. Guillermo (1993). “*Crisis y regulación: elementos teóricos fundamentales*”, en Mercados y regulación, Serie de investigación, núm. 8, UAM – I, Departamento de Economía, págs. 33 – 61.
- 115 Hernández, Laos Enrique (2004). “*Convergencias y divergencias entre las economías de México y Estados Unidos, en el siglo XX*”, en Investigación Económica, Vol. LXIII, núm. 250, octubre – diciembre, Facultad de Economías, UNAM, págs. 87 – 129.
- 116 _____ (1996). “*México: competitividad laboral y tipo de cambio*”, en Comercio Exterior, julio, México, págs. 554 – 571.
- 117 Hernández, San Juan B. (2004). “La evolución del Fondo Monetario Internacional en una economía cambiante”, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 93 – 111.
- 118 Huerta, González Arturo (2004). La economía política del estancamiento, Diana, México.
- 119 _____ (2000). Apreciación cambiaria, baja inflación, recesión económica. Diana, México.
- 120 Huerta, Heliana M. y Chávez, María F. (2003) “*Tres modelos de política económica en México durante los últimos sesenta años*”, en Análisis Económico, núm. 37, Vol. XVIII, primer semestre, UAM, págs. 55 – 80.
- 121 Ibarra, A. Carlos (2002). “*Límites de la flotación mexicana*”, en El Trimestre Económico, Vol. LXIX (4), núm. 276, octubre – diciembre, México, págs. 513 – 542.

- 122 Jbili, Abdelali y Kramarenko, Vitali (2003). “OMNA: ¿Tipo de cambio fijo o flotación?”, en Finanzas y Desarrollo, Publicación Trimestral del FMI, Vol. 40, número 1, marzo, Washinton, D.C, págs. 30 – 33.
- 123 Katz, M. Isaac (1988). Tipo de cambio, comercio exterior y crecimiento económico, IMEF, México.
- 124 Keynes, Maynard, J. (1997). Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, FCE, México, decimocuarta reimpresión, págs. 144 – 145.
- 125 _____ (1985). “Propuesta para un fondo de compensación internacional”, en Investigación Económica, Facultad de Economía, UNAM, número 172, abril – junio, págs. 21 – 45.
- 126 Köhler, Horst (2001). “New Challenges for Exchange Rate Policy.” Versión electrónica en <http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/011301.htm>. Fecha de Consulta, 10 de junio 2004.
- 127 Krugman, Paul y Obstfeld, Maurice (2001), “Economía internacional: Teoría y Política”, Pearson, quinta edición, Madrid, España.
- 128 Larraín, B. Felipe (2005). “Flotar o dolarizar: ¿qué nos dice la evidencia?”, en El Trimestre Económico, Vol. LXXII (1), núm. 285, enero – marzo, págs. 5 – 28.
- 129 _____ y Parro Francisco (2003). *¿Importa la opción de regimen cambiario?. Evidencia para países en desarrollo*, en Cuadernos de Economía, Año 40, No. 121, Santiago de Chile, págs. 635 – 645.
- 130 _____ y Velasco Andrés (2000). “Regímenes cambiarios para economías emergentes”, en Cuadernos de Economía, Año 37, No. 110, Santiago de Chile, págs. 101 – 137.
- 131 Latter, Tony (1997). “La elección del régimen de tipo de cambio”, en Ensayos, número 57, CEMLA, México. Versión electrónica en <http://www.cemla.org/ensayos.htm>. Fecha de consulta 15 de mayo de 2004.
- 132 Lechuga, Montenegro Jesús (2001). “Acumulación y regulación en la economía mexicana (1975 – 2000)”, en Problemas del Desarrollo, Vol. 32, núm. 125, IIEc, UNAM, abril – junio, México, págs. 71 – 108.
- 133 _____ (1993). “Financiarización de la Economía Mexicana (1980 – 1992)”, en Análisis Económico, Vol. XI, núm. 22, UAM, México, págs. 87 – 113.
- 134 Lerda, Juan Carlos (1996). “Globalización y pérdida de autonomía de las autoridades fiscales, bancarias y monetarias”, en Revista de la CEPAL,

núm. 58, Santiago de Chile, abril, págs. 63 – 77.

- 135 Levich, Richard, M. (1985) *“Empirical studies of exchange rates: Price behaviour, rate determination and market efficiency”*, en Ronald W. Jones y Peter B. Kenen, (editores) Handbook of International Economics, Tomo II, Elsevier Science Publisher, New, York.
- 136 Levy, Orlik Noemí (2002). *“El efecto de la movilidad del capital internacional sobre los mecanismos de transmisión monetaria en economías emergentes: México y Corea del Sur”*, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (compiladoras), Globalización financiera e integración monetaria. Una perspectiva desde los países en desarrollo, UNAM – Acatlán, Porrúa, México, págs. 391 – 419.
- 137 _____ (1998). *“Efectos sobre el fondeo de la inversión productiva por el acortamiento de los plazos de los activos”*, en Guadalupe Mántey y Noemí Levy (compiladoras), Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano, UNAM, DGAPA, ENEP – ACATLÁN, págs. 203 – 230.
- 138 Lichtensztein, Samuel (2001). *“Pensamiento económico que influyó en el desarrollo latinoamericano en la segunda mitad del siglo veinte”*, en Comercio Exterior, Vol. 51, núm. 2, febrero, México, págs. 91 – 99.
- 139 _____ y Baer, Mónica (1986). Fondo Monetario internacional y Banco mundial: estrategias y políticas del poder financiero. Nueva Sociedad – Centro de Estudios Transnacionales, Buenos Aires.
- 140 _____ (1984). *“Una aproximación metodológica de la internacionalización financiera en América Latina”*, en Economía: Teoría y Práctica, número 2, primavera, UAM, págs. 53 – 89.
- 141 _____ (1983). *“América Latina en la dinámica de la crisis financiera internacional”*, en Minian, Isaac (editor) Transnacionalización y periferia semiindustrializada, Tomo I, CIDE, México. Págs. 163 – 187.
- 142 Linde M. Luis (2002). *“La Arquitectura Financiera Internacional: Estado de las discusiones y proyectos”*, en Oscar de Juan y Eladio Febrero (coordinadores) La fragilidad financiera del capitalismo. Universidad de Castilla – La Mancha, España, págs. 195 – 208.
- 143 Ludlow, Wiechers Jorge (1993). *“Tres ejemplos introductorias de aplicación de la matemática en la economía”*, en Pablo González Casanova (coordinador). Matemáticas y Ciencias Sociales, CIIH – UNAM, Porrúa, México, págs. 61 – 86.
- 144 Macias, Macias Alejandro (2003). *“Tipo de cambio y paridad del poder de compra en México”*, en Comercio Exterior, Vol. 53, núm. 9, septiembre,

México, págs. 820 – 831.

- 145 Mántey, De Anguiano Guadalupe (2004). *“Inestabilidad financiera y regímenes cambiarios: alternativas para América Latina”*, Ponencia presentada en el IV Seminario de Economía Financiera, Cooperación, instituciones y asimetrías financieras en América Latina, UNAM, IIEc, del 8-10 de noviembre del 2004.
- 146 _____(1999). *“Políticas monetarias y cambiarias para el crecimiento con flujos de capital externo volátiles”*, en Comercio Exterior, Vol. 49, núm. 4, abril, México, págs. 445 – 454.
- 147 _____ (1989). La inequidad del Sistema Monetario Internacional y el carácter político de la deuda del tercer mundo, primera y segunda parte, Facultad de Economía – UNAM, págs. 19 – 58.
- 148 Márquez, Pozos Jorge Miguel et al., (2003). *“Corrientes internacionales de capital e inversión extranjera de cartera. El caso de México. 1989 – 1999”*, en El Trimestre Económico, Vol. LXX (4), núm. 280, octubre – diciembre, FCE, México, págs. 791 – 833.
- 149 Maurice, D. Levi (1997), Finanzas Internacionales, Capítulos 7 y 10, tercera edición, McGraw Hill, México.
- 150 Medeiros, C. Aguiar De (1997). *“Globalizacao e a insercao internacional diferenciada da Asia e da América Latina”*, en Poder e dinheiro, organizadores M. C. Tavares y J. L. Fiori, Vozes, Brasil.
- 151 Mendoza, G. Enrique (2004). *“Por qué las economías emergentes deberían renunciar a sus monedas nacionales. La dolarización como un caso de la “sustitución de instituciones”*, en El Trimestre Económico, Vol. LXXI (1), núm. 281, enero – marzo, México, págs. 7 – 41.
- 152 Mussa, Michael, et al. (2000). *“Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy”*, IMF Occasional Paper, no. 193, Washington, D.C .
- 153 Moguillansky, Graciela (2002). *“Inversión y volatilidad financiera en América Latina”*, en Revista de la CEPAL, núm. 77, agosto, págs. 47 – 65.
- 154 Moreno – Brid, Juan Carlos (2002). *“Liberalización comercial y la demanda de importaciones en México”*, en Investigación Económica, Vol. LXII, núm. 240, abril – junio, Facultad de Economía, UNAM, págs. 13 – 50.
- 155 _____ (1998). *“México: crecimiento económico y restricción de la balanza de pagos”*, en Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 6, junio, México, págs. 478 – 486.

- 156 _____ (1998b). “México: disponibilidad de divisas y crecimiento económico”, en Comercio Exterior, Vol. 48, núm. 9, septiembre, México, págs. 695 – 703.
- 157 Nadal, Alejandro (2002). “Contradicciones del modelo de economía abierta aplicado en México”, en José Luis Calva (coordinador). Política económica para el desarrollo sustentado con equidad, tomo I, Juan Pablos – IIEc – UNAM, págs. 167 – 190.
- 158 Ontiveros, Emilio et al. (1991) Mercados Financieros Internacionales, Espasa Calpe, Madrid.
- 159 Ortiz, Etelberto (2003). “El subastador tiránico y las limitaciones de los postulados de estabilidad macroeconómica”, en ponencia presentada en el Congreso de Investigación Departamental, del 6 al 8 de noviembre, UAM – X.
- 160 Ossa, Scaglia F. (1999). Economía mundial Internacional, Alfa Omega – UCCH, Colombia, págs. 283 – 299.
- 161 Palazuelos, Manso Enrique (2001). “Desequilibrio externo y crecimiento económico en México. Una perspectiva de largo plazo”, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 9 – 36.
- 162 _____ (1998). La Globalización Financiera. La internacionalización del capital financiero a finales del siglo XX, Síntesis, España.
- 163 Paniagua, Ruiz R. et al (1995). El Sistema Monetario Internacional, UAM – I, México.
- 164 Paz, Pedro (1983). “Crisis financiera internacional, neoliberalismo y respuestas nacionales”, en Varios Autores, Banca y crisis del sistema, Pueblo Nuevo, México, págs. 118 – 186.
- 165 Penido de Freitas, María C. y Magalhães Prates, Daniela (2000). “La experiencia de la apertura financiera en Argentina, Brasil y México”, en Revista de la CEPAL, núm. 70. Santiago de Chile, abril, págs. 53-69.
- 166 Pierre, Salama (1996). “Financiarización excluyente en las economías latinoamericanas”, en Comercio Exterior, Vol. 45, núm. 7, julio, México, págs. 537 – 548.
- 167 Piñeiro, Santana R. y Gómez, Chiñas . (1997). “Realidades y perspectivas de la política cambiaria en México”, en Alfredo Sánchez Daza (coordinador). Lecturas de política monetaria y financiera, UAM – A, Biblioteca de Ciencias Sociales y Humanidades, serie de Economía, México, págs. 107 – 161.

- 168 Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S., y Kose, A (2003). “*Effects of financial Globalization on developing countries. Some empirical evidence*”, FMI, Washington, D.C
- 169 Puyana, Ferreira Jaime (2003). “*La Globalización Financiera y la determinación de los tipos de cambio*”, ponencia presentada en el Tercer Seminario Institucional de Economía Financiera: “Reformas Financieras en América Latina: Causas y Perspectivas, IIEc – UNAM, México.
- 170 _____ (2003b). “*Controles de capital, tipos de cambio, e inflación en el contexto de la globalización financiera*”. Ponencia presentada en el Seminario: Desarrollo económico y estabilidad de precios con mercados financieros globales: Una visión Actualizada del conflicto entre inflación y desarrollo, IIEc, Facultad de Economía, UNAM, México.
- 171 _____ (2002). “*Liberalización de flujos de capital y su impacto en la economía mundial*”, ponencia presentada en el Segundo Seminario Institucional de Economía Financiera, IIEc – UNAM, México.
- 172 _____ (2002b), “*Inestabilidad financiera internacional, regímenes cambiarios, y controles de capital: Su impacto en la política económica*”, en Anuario. Departamento de Economía, 2000 – 2001, UAM-I, México, págs. 65 - 85.
- 173 _____ (2002c). “*La globalización, el neoliberalismo, y su impacto en la política económica Latinoamericana*”, UAM – I, Departamento de Economía, Mimeo
- 174 Raffer, Kunibert (2004). “*Las instituciones de Bretton Woods y las crisis monetarias y financieras*”, en Información Comercial Española. Revista del Ministerio de Economía y Hacienda, ICE, número, 816, julio – agosto, España, págs. 113 –128.
- 175 Rodríguez, A. Carlos (1994). “*El comercio exterior en la encrucijada*”, Universidad CEMA, Argentina. Versión electrónica, Working Papers <http://www.cema.edu.ar/publicaciones/download/documentos/101.pdf>. Fecha de Consulta, 25 de abril de 2004.
- 176 _____ (1984). “*Políticas cambiarias y reservas internacionales*”, Universidad CEMA, Argentina. Versión electrónica, Working Papers <http://www.cema.edu.ar>. Fecha de Consulta, 25 de abril de 2004.
- 177 Rodríguez Tapia; Morales Novelo y Dávila Ibáñez (1997). “*Globalización y flujos de capital privado en los países subdesarrollados*”, en Alfredo Sánchez Daza (coordinador). Lecturas de política monetaria y financiera, UAM – A, Biblioteca de Ciencias Sociales y Humanidades, serie de Economía, México, págs. 205 – 244.

- 178 Ros, Jaime y Moreno – Brid, Juan Carlos (2004). “México: las reformas del mercado desde una perspectiva histórica”, en Revista de la CEPAL, núm. 84, diciembre, Santiago de Chile, págs. 35 – 57.
- 179 _____ (1995). “La crisis mexicana y la reforma de la política macroeconómica” en Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política, núm. 27, enero – junio, Madrid, págs. 153 - 162.
- 180 Rozenberg, Arnoldo (2000). “La balanza de pagos: instrumento de análisis y política económica”, en Documento de Trabajo, número 190, PUCP, Perú, versión electrónica <http://www.pucp.edu.pe/economia/pdf/DDD190.pdf> Consulta, 13 de octubre 2003.
- 181 Rozo A. Carlos (1997). “Política monetaria, política cambiaria y flujos de capital”, en Alfredo Sánchez Daza (coordinador). Lecturas de política monetaria y financiera, UAM – A, Biblioteca de Ciencias Sociales y Humanidades, serie de Economía, México, págs. 161 – 203.
- 182 Sacristán, Colás A. (1983) “Problemas que suscita el sistema de los créditos internacionales a mediano y largo plazo”, en Minian, Isaac (editor) Transnacionalización y periferia semiindustrializada, Tomo I, CIDE, México. Págs. 135 – 160.
- 183 Sánchez – Daza, Alfredo (2003). “La inserción financiera internacional de América Latina desde la perspectiva global y los países en desarrollo”, en Análisis Económico, Vol. XIII, primer semestre, UAM, México, págs. 195 – 219.
- 184 Schulmeister, Stephan (2004). “Globalización sin dinero global: el doble papel del dólar como moneda nacional y mundial”, en Análisis Económico, UAM – A.
- 185 Serulle José y Boin Jacqueline (1984). Fondo Monetario Internacional : deuda externa y crisis mundial, IEPALA , Madrid.
- 186 Shaikh, Anwar (2003). “La globalización y el mito del libre comercio”, documento preparado para la Conferencia sobre La Globalización y los Mitos del Libre Comercio, New School University, Nueva York. Versión electrónica, en <http://homepage.newschool.edu/~AShaikh/neoliberalism.pdf>
- 187 _____ (2000). “Los tipos de cambio reales y los movimientos internacionales de capital” en Guerrero, Diego (compilador). Macroeconomía y crisis mundial. Editorial Trotta. España.
- 188 Stern, R. M. (1973). “The balance of payments theory”, en Journal of Economic Literature, Washington, D.C , págs. 64 – 69.
- 189 Solomon, Robert (2000). Dinero en Marcha. Granica, Argentina.

- 190 Tarassiouk, Kalturina Alexandre (2002), "*Hacia la economía política de las nuevas crisis financieras. El caso de Rusia*", en Anuario. Departamento de Economía, 2000 – 2001, UAM-I, México, págs. 37 – 63.
- 191 Thirlwall, A.P. (2001). "*The relation between the warranted growth rate, the natural rate and the balance of payment equilibrium growth rate*" en JPKE / Fall, Vol. 24, No. 1.
- 192 Thurow, Lester (1999). El futuro del capitalismo, Javier Vergara Editor, México.
- 193 Varela Parache Félix y Jacobs Álvarez Gerardo (2003). Crisis cambiarias y financieras. Una comparación de dos crisis, Pirámide, Madrid.
- 194 _____ y Varela Parache Manuel y (1996). Sistema Monetario y Financiación Internacional, Pirámide, Madrid.
- 195 Varela Llamas Rogelio (1999). "*Factores determinantes del saldo de la balanza comercial en México, 1989 – 1998*", en Comercio Exterior, Vol. 49, núm. 10, octubre, México, págs. 939 – 943.
- 196 Vargas, Sánchez Gustavo (1989). "*La política cambiaria en la economía mexicana en el periodo 1983 – 1988*", Tesis de Maestría en Ciencias Económicas, Facultad de Economía – UACPYP, UNAM, julio, México.
- 197 Velasco, Andrés (2001). *Tipos de Cambio en mercados emergentes: el futuro de los regímenes de flotación*, documento de discusión, Banco de México, versión electrónica www.banxico.gob.mx. Consulta, 16 de febrero 2004.
- 198 Vidal, Gregorio (2005). "*Expansión de las empresas transnacionales y profundización del subdesarrollo: ¿cómo construir una alternativa al desarrollo?*", en Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Económico Celso Furtado, versión electrónica, www.redcelsofurtado.org. Consulta marzo de 2005.
- 199 _____ (2004). *América Latina: Banca, mercados de capital y determinación externa del crédito*, Mimeo, Departamento de Economía, UAM – I.
- 200 _____ (2004b). "*Deuda externa, crédito e inestabilidad económica: la lógica de los mercados internacionales de capital, el problema de la deuda externa y el bloqueo de las condiciones de desarrollo*", en Red Eurolatinoamericana de Estudios sobre el Desarrollo Económico Celso Furtado, versión electrónica, www.redcelsofurtado.org. Consulta noviembre de 2004.

- 201 _____ (2003). *“La contracción económica en Estados Unidos, los mercados financieros y los flujos internacionales de capital: los multiplicadores de la inestabilidad.”* Rozo, Carlos. Capital global e integración monetaria. UAM – INTAM, Porrúa; México 63 – 110.
- 202 _____ (2002). *Empresas Transnacionales, Financiarización, Apertura Económica y Desarrollo*, en “Mundialización, transnacionalización y subdesarrollo. Segunda conferencia internacional red de estudios sobre el desarrollo Celso Furtado”. UNAM - IIEc, UAM – I, UAZ, México, págs. 29 – 55.
- 203 _____ (2001). Privatizaciones, fusiones y adquisiciones. Las grandes empresas en América Latina, Anthropos, IIEc, UAM – I, Barcelona.
- 204 _____ (2001b). *“Grandes empresas, apertura externa y transformación de la economía mexicana”*, en Información Comercial Española (ICE), revista de economía, Ministerio de Economía, Madrid, págs. 141 – 154.
- 205 _____ (2000). Grandes empresas, economía y poder en México, Plaza y Valdés, México, en particular el capítulo uno, *“Sobre la crisis económica”*, págs. 21 – 57.
- 206 _____ (1999). *“Las transformaciones de los mercados de capital y el desarrollo de la crisis”*, en Comercio Exterior, febrero, México, págs. 95 – 107.
- 207 _____ (1998). *“América Latina, flujos internacionales de capital y proceso de privatización”*, en Guadalupe Mántey de Anguiano y Noemí Levy Orlik (compiladoras). Desorden monetario mundial y su impacto en el sistema financiero mexicano, UNAM, DGAPA, ENEP – ACATLÁN, págs. 109 – 138.
- 208 _____ (1987). *“Crisis y reestructuración del capital”*, en Economía: Teoría y Práctica, núm. 10, primavera – verano, UAM, México, págs. 93 – 111.
- 209 _____ (1986). *“Las transformaciones del capital financiero en la crisis”*, en varios autores, La crisis financiera, Nuestro Tiempo, México, págs. 27 – 54.
- 210 _____ (1984). *“América Latina y el sistema financiero internacional en las condiciones de la crisis del sistema de regulación monopólico – estatal”*, en Economía: Teoría y Práctica, núm. 6, UAM, México, págs. 1 – 29.
- 211 Vilariño, Sáenz Ángel (2001). Turbulencias financieras y riesgo de mercado, Prentice Hall, España.

- 212 Villareal, René (1986). La contrarrevolución monetarista. Teoría, política económica e ideología neoliberal. FCE, México.
- 213 _____ (1974). “*El desequilibrio externo en el crecimiento económico de México*”, en El Trimestre Económico, Vol. XLI (4), núm. 164, octubre – diciembre, México, págs. 775 – 810
- 214 Williamson, J (1995). “*El manejo de los flujos de capitales*”, en Pensamiento Iberoamericano. Revista de Economía Política, núm. 27, enero – junio, Madrid.