

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y ESTRATEGIAS PERIFÉRICAS: EXPERIENCIAS
RECIENTES DE AMÉRICA LATINA Y LECCIONES DESDE ASIA

*FINANCIAL GLOBALIZATION AND PERIPHERAL STRATEGIES: RECENT
EXPERIENCES IN LATIN AMERICA AND LECTIONS FROM ASIA*

André Moreira Cunha
Universidade Federal do Rio Grande do Sul
Investigador del CNPq
amcunha@hotmail.com

Julimar da Silva Bichara
Universidad Autónoma de Madrid
julimar.dasilva@uam.es

Recibido: abril de 2007; aceptado: agosto de 2007

RESUMEN

A pesar de los argumentos teóricos relacionando apertura financiera y crecimiento económico, el reciente ciclo de liberalización financiera ha generado crisis cambiarias, inestabilidad macroeconómica y bajo nivel de crecimiento en los países capitalistas periféricos. Se enfatiza la idea de que existe una tensión permanente entre la tendencia a la internacionalización de las relaciones económicas y la búsqueda de una cierta autonomía en materia de política económica, en un ambiente externo inestable y dominado por un nuevo orden financiero internacional liberal. Se compara la trayectoria asiática con la latinoamericana en el periodo posterior a la crisis financiera de 1997 y se analizan las recientes reformas en la arquitectura financiera internacional.

Palabras Clave: Estrategia periférica; Apertura financiera; Inestabilidad; Desarrollo económico.

ABSTRACT

In the literature about Economic Development, a great number of theories suggest a positive relationship between financial liberalization and economic growth. Despite this, recent wave of financial liberalization has generated financial crisis, economic instability and a low growth rate in the peripheral economies. In this paper, we stress the idea that there is a remaining conflict between the tendency to globalize the economic relations and the search for autonomy in the management of the economic policy, within an environment of instability and a liberal new economic order. We compare the Asian and Latin American economic paths after the financial crisis of 1997, analyzing, moreover, some recent changes in the international financial architecture.

Keywords: Peripheral Strategy; Financial Opening; Instability; Economic Development.

Clasificación JEL: F30, F43, O16.



1. INTRODUCCIÓN*

A partir de los años 80 y, especialmente, en los años 90, ocurrieron importantes transformaciones que llevaron a un periodo de economías más abiertas. El resurgir de los flujos internacionales de capitales, a partir de 1990, ha sido un reflejo de la estrategia de desarrollo dominante, manifestada en una mayor integración financiera y un amplio proceso de desregulación que tuvo lugar tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo. Esta ampliación de los flujos de capitales internacionales en el periodo reciente, que también ha sido asociada a las crisis financieras internacionales a escala mundial, ha despertado el interés de investigadores sobre el grado de exposición de los países a las crisis y los efectos de esta mayor integración global (Demirgüç-Kunt y Detagiache, 1998; Aziz *et al.*, 2000; Eatwell y Taylor, 2000; Kaminsky y Reinhart, 2001; Isard, 2005). Estos estudios tenían por objetivo analizar el desempeño macroeconómico de los países en desarrollo en este nuevo contexto institucional y la eficacia de las estrategias macroeconómicas. En la literatura empírica predomina la constatación de que la liberalización financiera no ha sido capaz de producir una trayectoria robusta y sostenida de crecimiento económico y, además, está asociada al incremento de la inestabilidad macroeconómica (Edson *et al.*, 2002; Prasad *et al.*, 2003; Banco Mundial, 2006; Stallings y Studart, 2006). Desde el punto de vista de la política económica, este hecho promovió un debate sobre la elección del tipo de cambio, la regulación de los sistemas financieros, la introducción de regímenes de metas de inflación, la utilización de políticas fiscales contra-cíclicas, el nivel óptimo de reservas internacionales, la conveniencia de adopción de controles de capitales, etc. (Caballero, Calderón y Céspedes, 2006; Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2007).

Sin embargo, al contrario del optimismo de inicios de los años 1990, la globalización financiera pasó a ser analizada a partir de un análisis más pragmático de costes y beneficios. Como han destacado Stiglitz *et al.* (2006),

* Los autores agradecen el apoyo del CNPq-Brasil y los valiosos comentarios de los profesores Santos Ruesga y Gerardo Fujii, así como de los evaluadores anónimos.

las economías de mercado están, por principio, sujetas a niveles altos de volatilidad, característica que tiende a acentuarse en los países emergentes en un contexto de flujos capitales internacionales desregulados. Este corolario tiende a olvidarse en las fases expansivas de los ciclos económicos, pero se reafirma en las fases de turbulencias económicas. Mientras la volatilidad económica en los países industrializados ha sido menor desde la posguerra, los países en desarrollo experimentaron alguna forma de crisis desde los años 1980 hasta el inicio del siglo XXI, coincidiendo con el periodo de mayor desregulación de los flujos financieros y de predominio de regímenes de cambio fluctuante, auto-regulables, según la teoría, especialmente en los años posteriores al final del acuerdo de Bretton Woods. En particular, en los últimos 20 años la experiencia de América Latina en este proceso de integración a la globalización financiera ha quedado muy alejada del esperado (Mishkin, 2006; Stallings y Studart, 2006).

Aparte de los problemas de inestabilidad, de las sucesivas crisis financieras, de la baja relación entre liberalización financiera y crecimiento y de la falta de reformas en la arquitectura financiera internacional, no se ha observado, a nivel mundial, una tendencia generalizada de reversión de los marcos institucionales de apertura financiera (BIS, 2006). Además, nuevas tendencias se están consolidando entre las economías emergentes, ellas son: (1) la búsqueda de una disminución de la vulnerabilidad externa a través del exceso de reservas oficiales, lo que está siendo denominado “demanda previsional” (Flood y Marion, 2002; Banco Central Europeo, 2006; Jeanne y Ranciére, 2006); (2) lo que se ha traducido en intervenciones sistemáticas en los mercados cambiarios, a pesar de la adopción formal de regímenes de cambio flotante, lo que se ha denominado “miedo a flotar” (*fear of floating*) (Calvo y Reinhart, 2002); (3), o, según interpretan algunos, la actuación activa de los bancos centrales en los mercados de divisas es parte de una estrategia de crecimiento basada en las exportaciones, por lo que la definen como “mercantilistas” (Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2005; Aizenman y Marion, 2003 y 2004; Aizenman y Lee, 2005); y (4) la búsqueda de la formación de acuerdos regionales de cooperación monetaria y financiera que, en el límite, y todavía en un periodo de tiempo no determinado, podrían significar la reproducción completa del ejemplo europeo de integración monetaria.

En este artículo se analizan algunas de estas tendencias en una perspectiva comparada. Por una parte, a partir de 1998 quedó claro que las principales economías asiáticas buscaron disminuir su vulnerabilidad externa y, además, experimentaban un vigoroso proceso de recuperación económica; sin embargo, por otra parte, las economías latinoamericanas enfrentaron una mayor dificultad para digerir los pasivos acumulados en los primeros años de la década de los 90, cuando se implementaron en la región los procesos de apertura comercial y financiera con elevada absorción de ahorro externo. Después de 2003, con una coyuntura externa excepcionalmente favorable de alto crecimiento, tipos de interés bajos y altos precios de las materias primas, los países latinoamericanos lograron reducir considerablemente su

dependencia de los mercados financieros internacionales para la financiación de su balanza de pagos. Se ha promovido un crecimiento de la renta y una mejoría de la situación fiscal. A pesar de ello, e independientemente de la aparente convergencia, se argumenta que los países asiáticos continúan presentando un desempeño macroeconómico superior, que se debe, en gran medida, a un patrón de producción y de comercio exterior más complejo y diversificado y a una mayor autonomía en la implementación y gestión de sus políticas macroeconómicas.

Aparte de esta introducción, este artículo presenta otros tres apartados. A continuación se hace una breve descripción de la evolución del sistema financiero internacional. El objetivo es mostrar que después de la crisis financiera internacional de la segunda mitad de los años 1990 quedó explícito el carácter irreversible de las finanzas globalizadas y desreguladas. Esto puede ser el origen de la generalización de la adopción de estrategias macroeconómicas tendentes a la reducción de la vulnerabilidad externa. Posteriormente se compara el desempeño macroeconómico de las principales economías asiáticas y latinoamericanas. Se destaca el desempeño superior de las primeras, tanto en términos de crecimiento como en la capacidad para reducir la vulnerabilidad externa heredada de los periodos de fuerte apertura comercial y financiera. Por último, se presentan unas consideraciones finales.

2. DE BRETTON WOODS AL RETORNO DE LAS FINANZAS GLOBALIZADAS Y NO REGULADAS

Hace poco más de sesenta años se celebró el acuerdo de Bretton Woods, que dio vida a lo que muchos consideran el más exitoso arreglo institucional de las finanzas internacionales de los últimos 150 años. En sus dos décadas y media de funcionamiento fue posible recuperar los flujos de comercio sobre unas bases multilaterales, reconstruir Europa y Japón, avanzar en la industrialización periférica y consolidar una nueva visión de complementariedad entre las acciones de los estados nacionales y de los mercados. Considerándose el desempeño macroeconómico, la edad de oro de las décadas de 1950 y 1960 testificó tasas récord de crecimiento de la renta, con el mantenimiento de una relativa estabilidad, tanto en las economías centrales como en parte significativa de la periferia¹.

La desconfianza en las propiedades auto-reguladoras de los mercados y la fuerza de las ideas de planificación e intervención del Estado en la economía –legitimadas por la crisis liberal del periodo entre guerras y por el éxito de las experiencias soviética, del *New Deal* y del esfuerzo de guerra– fueron dando forma al ambiente intelectual y político que dio luz al acuerdo de Bretton Woods². De él emergió un nuevo orden financiero internacional (Block, 1977), que buscaba

¹ Maddison (2001) ofrece una revisión de las evidencias empíricas que sostiene nuestra argumentación.

² Véase especialmente Block (1977), Eichengreen (1996), Mikesell (1996), Skidelsky (2000) y Boughton (2002).

combinar la estabilidad propiciada por el régimen de cambio fijo del antiguo patrón oro con la flexibilidad requerida por gobiernos nacionales, que pasaron a asumir como tarea clave el mantenimiento del pleno empleo, lo que generaba la necesidad de mayor autonomía en la conducción de los instrumentos de política económica. Con la creación del Fondo Monetario Internacional (FMI) se pretendió estabilizar los procesos de ajuste de las cuentas externas, de modo que no se repitieran las políticas de devaluaciones competitivas y proteccionismo comercial. Además, en la lógica geopolítica, el miedo al avance comunista transformó a EEUU en el actor más activo en la diseminación de condiciones favorables a los países alineados al bloque capitalista.

En su origen, el acuerdo fue marcado por tensiones que emergieron del enfrentamiento entre las propuestas norteamericana e inglesa. Keynes intentó reproducir, en el plano internacional, una arquitectura institucional que tradujera sus preocupaciones para limitar el poder desestabilizador de las finanzas privadas (Skideslky, 2000). En el núcleo de su propuesta estaba la creación de un banco central (*Clearing Union*) capaz de emitir y gestionar una moneda internacional (*bancor*). Tal institución tendría el papel de regular la liquidez internacional para estabilizar los patrones de pago, minimizando el riesgo de devaluaciones y valorizaciones excesivas de las monedas domésticas. Tal estabilizador automático ampliaría los grados de libertad de los gobiernos nacionales para realizar las políticas contra-cíclicas necesarias para el mantenimiento del pleno empleo y, así, de la estabilidad social y política, en el marco de democracias liberales y economías de mercado. En oposición a la propuesta inglesa, el Tesoro de los EE.UU. defendió un modelo reducido, en el cual el dólar mantuvo su posición de divisa llave. Aparentemente, los EEUU no estaban dispuestos a concederle una autonomía decisiva en nombre de un arreglo burocrático global, por más atractiva que fuera la racionalidad asociada a la idea de un efectivo prestamista en última instancia actuando en la esfera internacional (Keynes, 1943 y 1944).

La crisis del sistema de Bretton Woods fue creando espacio para el retorno a un orden liberal en las finanzas internacionales, marcado por la expansión del capital financiero en el espacio de los mercados globales y por la recurrencia de episodios de crisis financieras (Strange, 1998; Solomon, 1999; Eatwell y Taylor, 2000). Recientemente, después del *boom* de flujos de capitales privados para los mercados emergentes entre la segunda mitad de los años 1980 y la mitad de los 90, la crisis asiática (1997-1998) inauguró una fase de menor liquidez y mayor inestabilidad³. Existen evidencias crecientes de que la libe-

³ La entrada neta de capitales privados en los países en desarrollo alcanzó su máximo en 1996-1997 –un 3,5 por ciento del PIB del conjunto de estos países. En el año 2000, sin embargo, ese flujo alcanzó su menor valor desde la crisis de la deuda externa a principio de la década de los 80. Esta reducción debe ser atribuida a los recortes en el crédito bancario y en los flujos de inversión de cartera, mucho más volátiles que las inversiones directas. En la actualidad (2004-2006) se observa un nuevo incremento de los flujos hacia los países en desarrollo, fruto de la elevada liquidez existente en el mercado financiero internacional (los cálculos son de los autores sobre la base de datos del FMI *World Economic Outlook*).

ralización financiera ha sido pieza clave en la explicación de este fenómeno, confirmando los temores de la generación de reformadores de entre-guerras, los arquitectos del SBW. La literatura reciente ha destacado que la expansión doméstica del crédito asociada a la liberalización financiera (interna y externa) está en el origen de los *booms* en los mercados reales y financieros. Se genera un ambiente donde la apreciación del tipo de cambio, la inflación en el precio de los activos financieros y la vulnerabilidad externa –con el deterioro de los saldos por cuenta corriente y reducción de la liquidez (ampliación de la relación entre pasivos y activos externos y la reducción de los plazos de las posiciones pasivas)– pueden sumarse a factores endógenos (especialmente de origen fiscal) y exógenos (como un aumento en las tasas de intereses internacionales) en la precipitación de las crisis⁴.

Con el estancamiento en la entrada autónoma de capitales privados en los países en desarrollo, el aumento de la inestabilidad financiera, reflejado en crisis recurrentes, y el cuestionamiento sobre los *probables* vínculos automáticos entre liberalización de la cuenta de capital y el crecimiento económico, el *establishment* oficial pasó a mostrar una mayor cautela en la exposición de los costes y beneficios de la liberalización financiera. Es importante recordar que a finales de los años ochenta e inicios de los noventa, estuvo vigente un gran optimismo acerca de la globalización financiera, postura reforzada por la presión norteamericana en torno a la apertura de la cuenta de capital en varios países en desarrollo. El aviso de alerta de expertos académicos acerca de la necesidad del establecimiento de una secuencia apropiada para la apertura financiera fue relegado a un plano secundario. Después de la crisis mexicana y, fundamentalmente, de la crisis asiática, temas como la secuencia de la apertura de la cuenta capital y la regulación prudencial de los sistemas financieros domésticos volvieron ponerse de moda. La posición de los informes oficiales del FMI y el Banco Mundial fue reflejando esta nueva perspectiva.

Desde dentro del *mainstream* de la academia, algunas voces se levantaron con más vigor en la crítica a los probables vínculos automáticos entre liberalización financiera y expansión del lado real de la economía. Rodrik (1998) fue uno de los primeros en alertar que, en el ciclo reciente de globalización, la apertura financiera no estaría asociada a un mayor crecimiento de la renta. Además, ese autor criticó los desequilibrios entre los costes institucionales de la promoción de reformas liberalizadoras y los resultados efectivos en términos de desarrollo, especialmente cuando se considera que los países que no siguieron la agenda de reformas liberales emanadas de Washington y Wall Street tuvieron mejor desempeño en términos de crecimiento (Rodrik, 2005). Radalet y Sachs (1998) y Stiglitz (2002) cuestionaron la asimetría de resultados en el proceso de globalización y la *imparcialidad* del FMI en la conducción de la gestión política de las crisis financieras.

⁴ Véase especialmente Kaminsky *et al.* (1998), Demirgüç-Kunt y Detragiache (1998), Aziz *et al.* (2000) y Prasad *et al.* (2003).

En estudios recientes realizados en el ámbito del propio FMI se ha reforzado tal posición, más cautelosa en cuanto a los impactos potenciales de los flujos de capitales en los países en desarrollo. Al relacionar medidas de apertura financiera con indicadores de desarrollo económico y de los mercados financieros domésticos, se constató la existencia de una “... *débil relación entre crecimiento y liberalización de la cuenta de capital y, como en otros estudios, es difícil encontrar relaciones significativas* [entre crecimiento y liberalización]” (FMI, 2001:143). Además, la ampliación de la liberalización de la cuenta de capital en muchos países en desarrollo habría estado acompañada de un aumento de la volatilidad de los flujos netos de capital y de la reducción en el crecimiento económico. El Fondo buscó asociar ese desempeño desfavorable a los fallos institucionales de los países receptores de capital. Sin embargo, dos estudios más amplios tampoco encontraron vínculos sólidos entre la liberalización financiera y el crecimiento de los países en desarrollo (Prasad *et al.*, 2003; Banco Mundial, 2006).

En analogía a la crisis del orden liberal anterior a la constitución del sistema de Bretton Woods, se pudo notar un intenso debate en los medios académico, oficial y privado en torno a lo que se acordó llamar reformas en la arquitectura financiera internacional (AFI). En ciertos momentos, la sensación era que el capitalismo de la era posterior a la caída del Muro de Berlín estaría seriamente amenazado de retornar a un periodo de debilidad semejante al de la crisis de los años 1930, cuando la economía real se desmoronó bajo el peso de la debacle de las finanzas⁵. En un primer momento, el *establishment* oficial y privado, con el soporte analítico de los modelos teóricos de crisis financieras, se adelantó en localizar el origen de la inestabilidad en las debilidades institucionales de los países deudores, lo que está reflejado en los estudios del FMI citados anteriormente.

En estos términos, cabría al FMI, al Banco Mundial, al Banco de Pagos Internacionales, al nuevo Foro de Estabilidad Financiera, entre otros foros multilaterales (controlados por el G7 y, en especial, por los EEUU), concentrar los esfuerzos de supervisión del sistema a través de la identificación de parámetros de buen funcionamiento de los mercados financieros, de su regulación prudencial por las autoridades monetarias, de gestión fiscal, de transparencia en las informaciones micro y macroeconómicas y de gobernanza corporativa. Se debe recordar aquí que en medio de las recurrentes crisis y subsecuentes *mega-paquetes* de socorro, el FMI fue fuertemente cuestionado en cuanto a la eficacia de sus políticas, así como por crear *riesgo moral* sistemático, en la medida en que sus medidas de socorro inducirían a los inversores internacionales a pensar que siempre serían rescatados en caso de crisis de liquidez

⁵ Krugman (1999) hace referencia al temor del retorno a la *economía de la depresión*. Argumentos semejantes pueden ser encontrados en casi todos los análisis realizados en este periodo, de analistas alineados al *establishment* (Solomon, 1999, por ejemplo), *insiders* (Stiglitz, 2002) o críticos (Strange, 1998; Eatwell y Taylor, 2000).

(Fischer, 1999; Meltzer, 2000). Sin mandato y recursos financieros para actuar como un efectivo prestamista en última instancia y, principalmente, sin soporte político de sus accionistas mayoritarios para hacerlo⁶, el Fondo pasó a reforzar su papel estatutario de seguimiento y supervisión de los países miembros en dificultades financieras (Krueger, 2001 y 2003).

Tal agenda conservadora de reformas en la AFI fue apuntada como insuficiente por los expertos de las universidades, del propio mercado financiero y de órganos multilaterales no directamente sometidos a los intereses del circuito Washington-Wall Street, como la UNCTAD y la CEPAL⁷. Se retomaba aquí el *insight* original de los arquitectos del sistema de Bretton Woods de que los mercados financieros deberían estar sometidos a las necesidades de los gobiernos nacionales para que implementen políticas de pleno empleo en el plano doméstico. Sin embargo, ahora, en un contexto de creciente interdependencia en la esfera internacional, las propuestas de fortalecimiento de la AFI en una línea no convencional desembocan en la idea de crear instituciones de carácter multilateral, capaces de equilibrar las relaciones entre acreedores y deudores y, principalmente, de regular las finanzas privadas. Como en el pasado, tales propuestas llevarían a una reducción considerable de los grados de libertad de los países acreedores a la hora de hacer valer sus intereses, y asimismo atacarían la perspectiva predominante en el sector privado, que demanda una estructura legal sencilla, pero eficiente, y que enfatice la defensa del derecho de propiedad y la libre movilidad de los factores (Strange, 1999; Stiglitz, 2002). De ahí que aún no cuenten con apoyo político consistente.

Por otro lado, se notó un movimiento interno al *establishment* de reconocimiento de que su propia agenda de reformas podría ser insuficiente. A partir de una lectura más cautelosa sobre los efectos de la liberalización financiera, se retomó la perspectiva de que podrían ser válidos controles temporales sobre los capitales (especialmente en la entrada), con el objetivo de alterar el perfil temporal de las inversiones, para reducir su volatilidad potencial, o mas aún, garantizar un espacio para la ejecución de un proceso más amplio de modernización institucional (Ariyoshi *et al.*, 2000; Rogoff, 2002). Además, se reconoció que la crisis de la deuda podría originarse del comportamiento oportunista de los inversores privados, de modo que países solventes en el largo plazo, pero con dificultades inmediatas de liquidez podrían ser lanzados a una crisis sin que puedan apelar a mecanismos como la suspensión de pagos, tan comunes en la protección de empresas y acreedores en los países indus-

⁶ La administración Clinton (1993-2000) administró las crisis financieras internacionales, especialmente la mexicana y la asiática, con una política de fuerte ayuda financiera, en estrecha colaboración entre el Tesoro de los EEUU y el FMI. La administración de Bush (2001-) está mostrando una mayor sensibilidad al argumento de riesgo moral, en línea con la postura republicana de limitar el aporte presupuestario a la capitalización del FMI, necesario para ampliar la ayuda financiera a los países emergentes (Stiglitz, 2002; Solomon, 1999).

⁷ CEPAL (2004), Eatwell y Taylor (2000), Davidson (2003), Mikesell (1996), Strange (1998), Tobin (2000), Stiglitz (2002).

trializados. Sorprendentemente, el propio FMI acabó llevando al centro de los debates la propuesta poco convencional, defendida hace años por la UNCTAD y economistas académicos, de creación, en la esfera internacional, de mecanismos estatutarios para la mediación de conflictos entre acreedores privados y deudores soberanos (Krueger, 2001). Tal propuesta fue fuertemente criticada por el sector privado y no trazó con el apoyo efectivo de los gobiernos del G7. Una vez más es posible trazar un paralelo con el ambiente anterior a la constitución del acuerdo de Bretton Woods. En una primera versión de su plan, Dexter White apostaba por un control mucho más amplio y de carácter estatutario de los flujos financieros. Las presiones del sector privado, especialmente de los bancos de la plaza de Nueva York, le hicieron retroceder (Block, 1977; Boughton, 2002; Skidelsky, 2000).

3. ESTRATEGIA PERIFÉRICA

Es interesante observar, en los años posteriores a la crisis financiera, la sorprendente recuperación de los países asiáticos que habían sufrido una fuerte depresión en los periodos de crisis de 1997 y 1998, así como el dinamismo de China e India. Ese hecho hizo que los ojos de los especialistas de todo el mundo se dirigiesen hacia oriente, especialmente porque eran fuertes las señales que indicaban que el ciclo reciente de liberalización económica, especialmente en su dimensión financiera, no había sido capaz de generar un proceso de crecimiento equilibrado en la periferia capitalista. Por el contrario, las evidencias empíricas sugieren que la globalización financiera, con sus promesas de crecimiento, redundaron apenas en más inestabilidad, según indican los últimos informes realizados por el FMI (Prasad *et al.*, 2003; Banco Mundial, 2006).

Como en las últimas cuatro décadas, el desempeño de los países periféricos se mostró muy desigual. En el *Asia en Desarrollo*⁸, incluso en la crisis de 1997, se logró mantener un ritmo superior de crecimiento, resultando que muchos países utilizaron estrategias macroeconómicas poco alineadas con las sugerencias que emanan de Washington o Wall Street. Por el contrario, al reproducir un patrón de gestión de los flujos financieros, del tipo de cambio y de las reservas oficiales consideradas por algunos como mercantilistas (Eichengreen, 2004; Goldstein, 2005) y, por otros, una reproducción del espíritu de Bretton Woods (Dooley *et al.*, 2003, Dooley y Garber, 2005), algunos países asiáticos señalaron que no estaban dispuestos a aceptar pasivamente la internalización de los ciclos financieros *feast or famine*⁹, que caracterizan la dinámica reciente

⁸ Terminología utilizada por el FMI en sus publicaciones más recientes, especialmente en el *World Economic Outlook*.

⁹ Desde el FMI (2003, apéndice del capítulo III), se utiliza la expresión *feast or famine* para designar a los ciclos, cada vez más cortos, de expansión y contracción de liquidez financiera internacional. Las fases de *feast* determinan la entrada masiva de recursos en la periferia. Las fases *famine* se caracterizan por una menor propensión de los inversores a asumir riesgo y comprar activos en los mercados emergentes. En ambos casos no se observa una correlación estrecha entre las decisiones

de las finanzas globalizadas y desreguladas. Frente a la constatación de que la liberalización de la cuenta de capital es una de las principales causas de la inestabilidad financiera internacional y de las crisis cambiarias que asolaron a los países latinoamericanos, es cada vez mayor el número de intelectuales que cuestionan los pretendidos vínculos automáticos entre liberalización financiera y crecimiento económico. En este sentido y como respuesta al crecimiento de la inestabilidad económica, Dooley *et al.* (2003) y Dooley y Garber (2005) sugieren que la utilización de una estrategia de política económica equivalente a la aplicada en la actualidad por los países asiáticos en desarrollo es una solución racional de gestión de la política económica para los países periféricos en una economía internacional caracterizada por la inestabilidad financiera. Por ese motivo, se denomina aquí estrategia asiática o estrategia periférica, en referencia a los países de la periferia del capitalismo internacional, tanto en términos de participación como de desarrollo capitalista. Se trata de un patrón de gestión macroeconómica que tiene por objetivo reducir al máximo el grado de vulnerabilidad de los países a los efectos perversos de los ciclos financieros del tipo *feast or famine* (FMI, 2003).

Esta estrategia tiene como variable clave la gestión de los flujos financieros en moneda fuerte. Implica, por lo tanto, la utilización, combinada o no, de varios instrumentos de política monetaria como la restricción a la libre movilidad del capital, la utilización de un régimen cambiario administrado, un significativo empuje exportador y un aumento del *stock* de reservas internacionales.

Estos elementos no convencionales completan un cuadro de gestión macroeconómica marcado por un relativo conservadurismo en el área fiscal y monetaria. Además, el patrón de gestión de estos elementos ha sido marcado por una orientación contraria a la ortodoxia. Un caso paradigmático es el de Corea, que formalmente adopta un régimen de tipo de cambio flotante asociado a un sistema de metas inflacionarias, lo que no ha impedido a las autoridades monetarias intervenir de forma pragmática en el mercado cambiario con el propósito de minimizar las presiones de apreciación del *won* (moneda coreana) y, simultáneamente, transformar los saldos positivos en el comercio internacional en reservas oficiales (ADB, 2005; FMI, 2005). Como se sabe, un país que adopta un régimen de tipo de cambio fluctuante no tendría por qué interferir en el mercado cambiario y tampoco acumular reservas¹⁰.

La estrategia asiática estaría contribuyendo para alcanzar una situación combinada de crecimiento económico y reducción de la dependencia de

de inversión/desinversión y los fundamentos económicos. Predominan las acciones especulativas, como en los modelos de Kindleberger (2001).

¹⁰ A partir de la mitad de 2004, el gobierno de Corea ha pasado a apreciar su moneda, cediendo a presiones externas, especialmente de los EEUU, e internas, por la necesidad de absorber los costes inflacionistas del aumento de los precios de las *commodities*, especialmente del petróleo. Es importante destacar que la situación de liquidez y solvencia externa se mantiene favorable, al contrario del periodo anterior a la crisis de 1997 (FMI, 2005; ADB, 2005).

fuentes de financiación privada de corto plazo en moneda fuerte. En este sentido, la argumentación de Dooley *et al.* (2003) y Dooley y Garber (2005) destacan los análisis no convencionales, que en las últimas dos décadas han desarrollado una perspectiva más crítica en cuanto a la capacidad de la globalización económica, especialmente en su dimensión financiera, para crear condiciones para un desarrollo con inclusión social y estabilidad macroeconómica. Los resultados económicos de los países asiáticos frente a los de los países latinoamericanos ayudan a explicar lo exitoso de la estrategia asiática, véase Tabla 1. Se observa un desempeño superior de los países asiáticos en términos de crecimiento económico y estabilidad de los precios en tres sub-periodos: 1990-1996, de apertura y abundancia de liquidez en los mercados financieros internacionales; 1997-2002, periodo de reflujo de capitales privados, crisis financieras periféricas y ajustes en los mercados de acciones de los países centrales, especialmente de los EEUU; y, por último, el ciclo 2003-2006, que combina crecimiento del PIB mundial de casi un 5 por ciento al año, con moderada inflación y elevada liquidez financiera, bajos tipos de interés y elevación de los precios de las materias primas.

TABLA 1: INDICADORES MACROECONÓMICOS DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1990-2006

	Crecimiento			Inflación			Resultado Fiscal		
	1990-1996	1997-2002	2003-2006	1990-1996	1997-2002	2003-2006	1990-1996	1997-2002	2003-2006
<i>Argentina</i>	4,7	-1,3	8,9	19,1	6,3	8,0	0,0	-1,3	2,5
<i>Brasil</i>	1,9	2,0	3,4	948,3	7,0	6,4	-1,7	-6,0	-3,0
<i>Chile</i>	7,8	3,2	4,9	13,5	3,8	2,5	2,1	-0,3	3,8
<i>Colombia</i>	4,2	1,0	5,1	23,0	11,2	5,4	-1,5	-5,4	-4,7
<i>México</i>	2,6	3,8	3,3	22,2	10,8	4,1	0,0	-1,0	-0,2
<i>Venezuela</i>	3,4	-0,2	7,8	53,7	24,1	19,4	0,4	-1,9	-1,7
<i>Promedio</i>	4,1	1,4	5,6	180,0	10,5	7,6	-0,1	-2,6	-0,6
<i>China</i>	10,7	8,4	10,3	14,0	-0,1	2,5	-1,5	-2,3	-1,4
<i>Corea del Sur</i>	7,7	4,4	4,2	5,8	3,6	2,8	-0,2	-0,4	0,8
<i>Filipinas</i>	4,0	3,4	5,4	10,1	5,8	5,9	-1,6	-3,7	-3,1
<i>Indonesia</i>	7,3	1,0	5,3	8,3	20,3	8,8	n.d.	-2,4	-1,3
<i>Malasia</i>	9,5	3,3	6,0	3,7	2,7	2,5	0,4	-3,1	-4,2
<i>Tailandia</i>	8,6	0,8	5,7	4,9	2,7	3,5	3,0	-2,5	0,2
<i>Taiwán</i>	6,9	4,1	4,5	3,6	0,6	1,1	-0,4	-2,3	-2,0
<i>Promedio</i>	7,8	3,6	5,9	7,2	5,1	3,9	0,0	-2,4	-1,6

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Country Infobase*, Deutsche Bank Research (<http://www.dbresearch.de>), capturados el 07/07/2007.

Comparando las diferencias entre los principales países de las dos regiones se observa que, en el caso asiático, Filipinas se distancia del promedio regional, al presentar un ritmo de expansión inferior. Esto es muy claro en los periodos de *boom* (1990-1996) y en el de *bust* (1997-2002) más pronunciados de la globalización financiera. Por otro lado, entre los países latinoamericanos, Chile es la excepción en el sentido positivo, puesto que su economía evoluciona mejor que el promedio de la región hasta 2002, en términos de crecimiento, estabilidad de precios y situación fiscal.

Considerando los datos agregados de las regiones (FMI, 2007) y para el periodo 1995-2003, que coincide con un crecimiento de la inestabilidad financiera internacional y con la implantación de reformas estructurales en la periferia, especialmente en los países con programas de apoyo financiero del FMI y del Banco Mundial, se constata que: (1) la renta per cápita creció sólo un 0,6 % al año en América Latina, frente a un 5,4 por ciento de los países asiáticos y un 3,6 % en los países asiáticos considerados desarrollados; (2) por otra parte, las políticas monetarias y fiscal han sido más expansionistas en las economías asiáticas que en las economías latinoamericanas, sin que eso se traduzca en tasas de inflación más elevadas; (3) por el contrario, la inflación ha sido más alta en los países latinoamericanos que en los países asiáticos.

En los aspectos analizados anteriormente, la reducción de la vulnerabilidad externa se transformó en un elemento central en la definición de los objetivos de política macroeconómica de la región de los países asiáticos en el periodo inmediatamente posterior a crisis de 1997. Después de la apertura financiera, lo que significó una creciente debilidad externa, muchas economías asiáticas pasaron a tener como estrategia la creación de colchones de liquidez (en dólares de EEUU) suficientemente elásticos como para alejar lo que se percibía como un riesgo inherente al proceso de globalización: crisis financiera generada por la convertibilidad de la cuenta de capital (ADB, 2005).

Como resultado de tal estrategia, algunos indicadores de vulnerabilidad externa presentaron una mejoría sustantiva en Asia. La relación entre las reservas internacionales y el volumen de exportación más que se duplicaron, al paso que el cociente de las reservas internacionales y la deuda de corto plazo se multiplicó por cuatro. Es importante destacar que este último indicador es utilizado como referente para identificar problemas de liquidez en un contexto de libre movilidad de capital. En la comparación con América Latina, con sus políticas monetaria y fiscal restrictivas y política cambiaria pasiva, se observa que, mientras los indicadores de vulnerabilidad externa mejoraron en Asia entre 1995 y 2003, empeoraron en los países latinoamericanos. La Tabla 2 evidencia estos resultados a partir de tres indicadores: el resultado por cuenta corriente como proporción del PIB; la relación entre la deuda externa neta y las exportaciones, que refleja el grado de solvencia a largo plazo (o la capacidad de pago en moneda fuerte); y la relación deuda a corto plazo y reservas internacionales, una medida de liquidez externa.

TABLA 2: INDICADORES EXTERNOS DE PAÍSES SELECCIONADOS, 1990-2006

	Cuenta corriente (% del PIB)			Deuda externa neta / exportaciones (%)			Deuda externa a corto plazo / reservas (%)		
	1990-1996	1997-2002	2003-2006	1990-1996	1997-2002	2003-2006	1990-1996	1997-2002	2003-2006
<i>Argentina</i>	-1,7	-1,5	3,6	316,0	353,9	250,0	95,6	109,5	74,4
<i>Brasil</i>	-0,7	-3,6	1,3	279,4	282,1	129,9	238,3	85,5	35,2
<i>Chile</i>	-2,6	-2,2	1,6	76,1	92,9	67,8	50,0	31,4	46,2
<i>Colombia</i>	-1,5	-1,9	-1,5	137,8	154,6	98,4	57,8	33,8	18,4
<i>México</i>	-4,1	-2,8	-0,8	172,5	75,8	40,9	307,5	95,0	49,6
<i>Venezuela</i>	3,7	3,6	15,0	136,4	85,7	35,8	51,6	54,4	30,5
<i>Promedio</i>	-1,1	-1,4	3,2	186,3	174,2	103,8	133,5	68,3	42,4
<i>China</i>	1,2	2,4	5,8	59,9	1,8	-62,1	107,6	28,6	17,4
<i>Corea del Sur</i>	-1,8	3,6	2,1	58,3	43,3	-2,1	198,7	96,3	35,0
<i>Filipinas</i>	-4,0	-2,1	2,1	178,7	113,7	104,0	160,2	77,3	57,8
<i>Indonesia</i>	-2,6	4,8	1,8	216,2	189,0	108,1	198,5	112,6	58,2
<i>Malasia</i>	-5,6	8,1	12,8	11,2	16,4	-8,0	25,6	28,2	18,6
<i>Tailandia</i>	-7,0	6,1	0,6	74,3	78,6	3,7	110,0	68,6	28,3
<i>Taiwán</i>	1,8	3,0	6,6	0,0	-38,4	-77,5	n.d	24,2	27,4
<i>Promedio</i>	-2,6	3,7	4,5	85,5	57,8	9,5	133,4	62,2	34,7

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de *Country Infobase*, Deutsche Bank Research (<http://www.dbresearch.de>), capturados el 07/07/2007.

Como se puede observar en la Tabla 2, excepto el caso venezolano, hasta 2002 todos los países latinoamericanos experimentaron crecientes déficit por cuenta corriente y, por consiguiente, niveles relativamente más elevados de vulnerabilidad externa. Los indicadores de deuda externa neta/PIB son dos veces mayores en América Latina que en Asia en el periodo 1990-1996 y tres veces en el periodo 1997-2002. Por otro lado, los indicadores de liquidez han sido semejantes en los primeros periodos analizados. Esto pone de manifiesto que la crisis asiática ha estado asociada a un problema de liquidez externa y no de solvencia (Radalet y Sachs, 1998; Stiglitz, 2002). Es decir, los países asiáticos presentaban un elevado dinamismo exportador, lo que permitía cubrir los pasivos externos con los ingresos de las exportaciones. Por otro lado, su deuda pasó a tener un perfil de corto plazo, lo que explica las dificultades de liquidez antes de las crisis de 1997-1998.

También es posible identificar distintos patrones de ajuste de las cuentas externas a partir de los ciclos financieros internacionales. Si antes de la crisis asiática las economías avanzadas y en desarrollo de la región absorbían un exceso de ahorro interno, que tenía una contrapartida en los déficit estructurales por cuenta corriente, después de 1997 se observó un significativo ajuste: los

superávit comerciales permitieron compensar la salida neta de capital en el periodo más grave de la crisis y, además, acumular reservas internacionales. En 1997, en el auge de la crisis, la cuenta corriente de los NICs asiáticos y de los países en desarrollo de Asia era positiva en 670 mil millones de dólares. En el mismo periodo, América Latina mantuvo una posición deficitaria (acumulando 340 mil millones de dólares) y sólo en 2002, con la depresión económica y la expansión de las exportaciones, se logró revertir ese déficit. Al mismo tiempo, las reservas internacionales de los países de Asia cuadruplicaron su valor, pasando de 477 mil millones de dólares para más de 1,6 billones de dólares en 2005; mientras tanto, en América Latina las reservas internacionales pasaron de 141 mil millones de dólares a poco más de 200 mil millones en 2005.

Asociado a ello, otra característica importante de la estrategia asiática es la intervención en el mercado cambiario. Los saldos comerciales positivos y el retorno de capitales privados a la región acaban presionando el mercado de cambio hacia una apreciación cambiaria. Aunque hay diversos regímenes cambiarios en Asia, como el *currency board* de Hong Kong, el tipo de cambio fijo de Malasia y China (ambos hasta 2005), y los regímenes de cambio fluctuante que en la práctica son administrados, las intervenciones en el mercado cambiario han sido constantes. Aparentemente, las autoridades monetarias intentan minimizar los efectos de la caída del dólar en el mercado internacional. Es interesante notar que, entre el inicio de 2002 y el de 2004, la moneda estadounidense llegó a perder entre el 40 por ciento y el 50 por ciento de su valor en términos nominales (entre un 10 por ciento y un 25 por ciento en términos reales) con respecto a las de la Zona Euro, de Canadá y de Australia, al paso que las monedas asiáticas se apreciaron menos: desde las posiciones fijas de las monedas china y malaya, pasando por la depreciación del peso filipino, hasta la apreciación moderada (entre un 5 por ciento y un 20 por ciento) en el caso de los demás países. El esfuerzo oficial para evitar fluctuaciones significativas en los tipos de cambio se ha reflejado en aumentos de las reservas que, por su parte, esterilizan el exceso de crédito doméstico (Goldstein, 2005).

En el caso asiático, en el período 2001-2005 la variación de las reservas en proporción del PIB alcanzó el nivel medio más elevado de las dos últimas décadas, alrededor del 5 por ciento, frente a un promedio algo superior al 1 por ciento del periodo 1970-2000¹¹. Dicho nivel no tiene precedente en la historia reciente de las economías en desarrollo. Parte de los analistas sugiere que esta acumulación de reservas estaría asociado a una combinación de tres factores centrales: (1) el significativo dinamismo exportador, el elemento que mejor define el patrón de desarrollo de los países asiáticos, potenciado por la reciente recuperación de la economía de los EEUU y por el fuerte crecimiento de la economía de China (que responde por el 30 por ciento del crecimiento de la demanda mundial); (2) la mayor liquidez internacional; (3) las estrategias

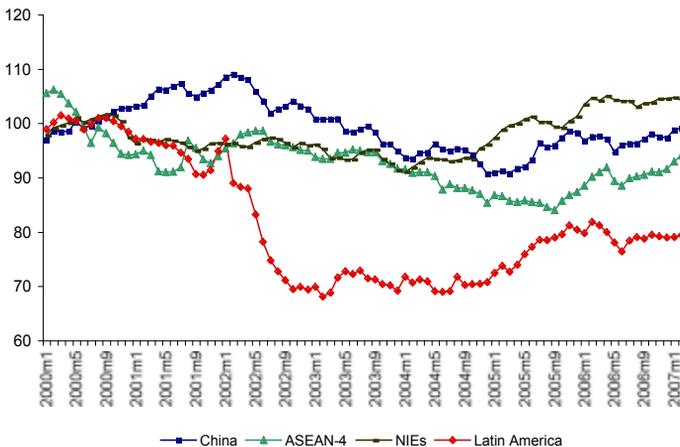
¹¹ Estimaciones de los autores con datos del World Economic Outlook Database, disponible en www.imf.org.

de las autoridades monetarias locales que buscan minimizar las presiones de apreciación de las monedas nacionales. Además, como destacan Eichengreen (2004) y Dolley *et al.* (2003), hay una racionalidad añadida vinculada a la búsqueda de protección ante un ambiente financiero internacional cada vez más liberalizado y desregulado y, por este motivo, más volátil.

El sustantivo cúmulo de reservas oficiales en Asia (equivalente a más del 5 por ciento del PIB promedio anual) en los años posteriores a la crisis financiera revela un fuerte ajuste en las cuentas externas, como pone de manifiesto la Tabla 2. Además, también refleja una estrategia de política económica de intervención directa en los mercados cambiarios para garantizar un tipo de cambio depreciado. En América Latina, la convergencia hacia esta estrategia asiática sólo ocurrirá después de 2003 y a un ritmo menos intenso: la variación anual de reserva ha sido del 1,5 por ciento del PIB, es decir, sólo un tercio de la asiática. También es importante destacar que las reservas de China, Corea del Sur, Malasia y Taiwán son significativamente superiores a sus deudas externas, de forma que el indicador deuda externa neta / PIB es negativo.

La Figura 1 muestra que el tipo de cambio nominal de los países latinoamericanos se ha apreciado en el periodo entre enero de 2000 y febrero de 2007, comparado con las economías asiáticas. De la misma forma, y utilizando datos del FMI (2007), se observa que la desviación típica media del tipo de cambio real y efectivo de aquel periodo respecto al promedio de 1990-2006 ha sido de un -8 por ciento en América Latina, del -13 por ciento en los países del ASEA 4, del -4 por ciento en los NIEs y del 4 por ciento en China (el signo negativo indica una apreciación)

FIGURA 1: TIPO DE CAMBIO NOMINAL Y EFECTIVO EN LAS REGIONES SELECCIONADAS, 2000-2007 (2000 = 100)



Fuente: Elaboración propia a partir de FMI (2007).



Es importante recordar que la crisis financiera de los años 1997-98 causó un profundo trauma, en la medida en que puso de manifiesto la fragilidad de la estrategia de liberalización financiera de los años 90. La mayoría de los países de la región habían reducido los mecanismos de control de los movimientos de entrada y salida de capitales. Se facilitó y, en muchos casos, se incentivó el cambio de *funding* nacional por el externo. El *boom* de la inversión en los mercados de capitales ha sido alimentado por el ahorro externo. La ausencia de una estructura eficiente de regulación de los mercados financieros y la diseminación de políticas *hands off*, en una orientación opuesta a las políticas desarrollistas del pasado reciente, contribuyeron a la creación de un ambiente institucional poco adecuado (Radalet y Sachs, 1998; Stiglitz, 2002).

Además, los paquetes de ayuda de los órganos oficiales vinieron acompañados de condicionantes hasta entonces poco usuales, que incluían reformas en los sistemas financieros, reorganización de los patrones de gobernanza corporativa, redefinición del alcance de las políticas sectoriales, entre otros. El grado de injerencia en las políticas nacionales sobrepasó los límites tradicionales de la esfera monetaria y fiscal, causando desconcierto en varios gobiernos locales (Stiglitz, 2002 y Escap, 2002). Desde entonces, las autoridades asiáticas han mostrado que no pretenden reproducir estrategias pasivas de inserción en los mercados financieros internacionales. Como una reacción a la crisis y a los paquetes de los organismos internacionales, el gobierno japonés sugirió la creación de un Fondo Monetario Asiático. Aunque esta iniciativa haya sido abortada por presiones externas, la crisis creó condiciones para la profundización de una discusión regional sobre la creación de canales formales de intercambio de información y coordinación de las acciones de las autoridades monetarias. El mecanismo de *swap* cambiario firmado en 2000 entre los países de ASEAN¹² con Corea, Japón e China, denominado Iniciativa de Chiang Mai y la emisión colectiva de bonos internacionales denominados en varias monedas locales, llamada *Asia Bond Market Initiative*, se constituyeron en pasos importantes en la promoción de una mayor integración financiera en la región (ADB, 2005).

4. CONSIDERACIONES FINALES

El análisis lleva a la conclusión de que los principales países del sudeste asiático han buscado reducir, sobre todo a partir de la crisis 1997-98, la exposición de sus economías a los efectos de los ciclos financieros del tipo *feast or famine*. Esto implica la combinación de políticas macroeconómicas poco alineadas con los intereses del circuito Washington–Wall Street, con intervenciones masivas en los mercados cambiarios, comprando activos denominados en moneda internacional, como el dólar o el euro, en una

¹² *Association of South-East Asian Nations*: Indonesia, Malasia, Tailandia, Filipinas, Singapur, Laos, Brunei, Camboya, Vietnam y Myanmar.

proporción sin precedentes en la historia reciente de las finanzas internacionales. No por casualidad, las voces más identificadas con el *establishment* financiero, como Goldstein (2005), Eichengreen (2004), IIF (2004), para mencionar los más representativos, han estado criticando duramente la denominada estrategia asiática, peyorativamente llamada mercantilista.

Tal estrategia tiene por objetivo preservar la competitividad externa de los países de la región, pero también pretende funcionar como un mecanismo de protección contra el ambiente externo de volatilidad y aislar a la región de la inestabilidad de las finanzas internacionales (IIF, 2004). De esta forma, al evitar una situación de vulnerabilidad externa, que llevó a la crisis de 1997-98, las políticas de gestión de los flujos financieros que componen la estrategia asiática encuentran un amparo en evidencias empíricas, como las recientemente elaboradas por el propio FMI y otros autores (Prasad *et al.*, 2003; Banco Mundial, 2006), que destacan la liberalización financiera más como una fuente de inestabilidad que de crecimiento.

Los críticos de la estrategia asiática recuerdan que la intervención masiva en los mercados cambiarios preserva artificialmente el valor externo de las monedas, lo que está dificultando la resolución de los desequilibrios externos de la economía de los Estados Unidos. Además, en la óptica asiática, acumular reservas oficiales ha producido dos consecuencias de medio y largo plazo: la potencial pérdida de eficiencia y bienestar a causa de la reducción artificial de las importaciones de bienes de capital y de consumo y, por otro lado, un efecto fiscal expansionista de las políticas de esterilización.

Por su parte, Davidson (2003) insiste en la necesidad de reformas profundas en la arquitectura financiera internacional y destaca la tendencia de que la acumulación de reservas internacionales genere un equilibrio global con desempleo. Considera que las medidas convencionales de reforma en la AFI (mayor transparencia, tasa Tobin, uniformización de los parámetros legales en diversas áreas, reformas en el FMI, entre otras) no son suficientes para resolver el principal problema de la economía internacional: la tendencia a la cristalización de una situación estructural de desempleo por insuficiencia de demanda efectiva. Bajo su perspectiva, la economía internacional puede ser comprendida como una economía cerrada en los términos del análisis de Keynes en la *Teoría General*, en donde el aumento exagerado de la preferencia por la liquidez puede generar (incluso cuando los precios son flexibles) una situación de equilibrio con desempleo. Estas situaciones tienden a ocurrir cuando hay un colapso en el estado general de confianza de los agentes económicos, especialmente de los empresarios, que en un ambiente de incertidumbre radical buscan protección en instrumentos representativos de la riqueza en su forma más líquida y universal: la moneda y sus derivados históricamente constituidos. En estos casos, como sugiere Minsky (1991), y como ha mostrado la práctica de los gobiernos tras la Segunda Guerra Mundial, es necesario utilizar políticas fiscales contra-cíclicas (*Big Government*) y una gestión pragmática de la moneda, de cara a minimizar los efectos negativos de los ciclos.

Para Davidson sería posible constatar que, en los últimos años, la existencia de países que adoptan estrategias mercantilistas de acumulación de reservas en moneda fuerte como forma de protección en un ambiente de globalización financiera y de desregulación de los mercados, equivale a una situación de exceso de ahorro (o de falta de demanda de bienes de equipo) determinada por una elevada preferencia por la liquidez¹³. La economía globalizada funcionaría, en la práctica, como una economía cerrada. Se parte de que los agentes económicos deciden no gastar en bienes y servicios que generan empleo de trabajadores, se crea una situación potencial de redistribución del empleo y de la renta en favor de los países capaces de implementar estrategias mercantilistas en detrimento de los demás. Claro está, el país emisor de la moneda internacional clave continúa teniendo la posibilidad de acumular déficit por cuenta corriente, financiados por los que atesoran activos denominados en esta moneda en la forma de reservas internacionales. Lo que es una estrategia individual vencedora, en los términos de Dooley *et al.* (2003), se transforma en irracional para el conjunto de la economías. Inspirado en Keynes, Davidson considera que la única solución estructural para estas asimetrías es la creación de una moneda internacional que no se pueda utilizar como reserva para los agentes privados y que además sea administrada por una autoridad monetaria supranacional. El objetivo, análogo al desarrollado por Keynes (1943) en el periodo anterior al acuerdo de Bretton Woods, es el de limitar el poder de las finanzas privadas y ampliar el grado de libertad de los gobiernos nacionales para perseguir políticas de pleno empleo.

A pesar de lo acertado de las observaciones de Davidson (2003), que se remiten al espíritu de la propuesta de Keynes sobre el ordenamiento de las finanzas internacionales en la posguerra, como se ha analizado en el Apartado 2 de este artículo, el hecho concreto es que las reformas en la arquitectura financiera internacional, tal como las de los años 40, fueron limitadas y estuvieron marcadas por un sesgo conservador, que atiende más a los intereses de los países acreedores o, más específicamente, de las finanzas privadas. En estos términos, Rodrik (2005) y Dooley y Garber (2005) sostienen que los países en desarrollo más exitosos en la búsqueda de grados de autonomía en la realización de estrategias de crecimiento son exactamente los que están consiguiendo contrarrestar el poder de las finanzas globalizadas.

Por lo tanto, en este artículo se destaca que existen evidencias de que las economías asiáticas en desarrollo consiguieron mantener tasas elevadas de crecimiento económico con la utilización de políticas monetarias y fiscales menos restrictivas, incluso en un ambiente de mayor inestabilidad. La mayoría de los países de América Latina, por lo contrario, sucumbieron a crisis financieras en la segunda mitad de la década de los 90. Se argumentó que la búsqueda activa de la reducción de la vulnerabilidad externa a través de la gestión de los flujos de capitales y del tipo de cambio es uno de los

¹³ Bernanke (2005) también sugiere que existe un problema global de exceso de ahorro.

elementos que ayudan a comprender el éxito asiático reciente. Al paso que la dependencia estructural de financiación externa hizo de las economías latinoamericanas un blanco fácil a las presiones oficiales y privadas para la implantación de políticas macroeconómicas depresivas.

Es importante observar que la evolución reciente de la coyuntura internacional es excepcionalmente favorable, en general, a los países emergentes y, especialmente, a los países de América Latina. A lo largo de este trabajo se ha presentado un resumen del desarrollo reciente de Asia y de América Latina. Es evidente que después de la crisis financiera de 1997 y 1998 los países asiáticos buscaron recuperar el vigor de su crecimiento en base a las exportaciones y también, especialmente, reducir la vulnerabilidad externa. Para ello se han utilizado distintas estrategias macroeconómicas en lo que se refiere a la gestión cambiaria y de los flujos de capitales. La existencia de ambientes institucionales relativamente más abiertos al capital financiero, como son, por ejemplo, Corea del Sur, Singapur, Indonesia o Filipinas, contrasta con el caso de países que adoptan controles más estrictos sobre la entrada y salida de capitales, como es el caso notorio de China. En común, todos estos países buscaron ampliar su liquidez internacional e, incluso los que tiene formalmente regímenes de cambio flexible, buscaron evitar apreciaciones excesivas de sus monedas. Estos elementos caracterizan una estrategia más amplia de desarrollo que estaría viabilizando la financiación de los déficit de los Estados Unidos.

En el periodo más reciente, China se ha consolidado como motor de la transmisión regional de los impulsos de crecimiento originados en Occidente, lo que está configurando un nuevo escenario de integración de las economías asiáticas. Esto, por un lado, amplía el riesgo de un efecto contagio derivado de una reversión de la coyuntura externa y, por el otro, genera espacios para la emergencia de un nuevo bloque geopolítico más orgánico. Se advierte, desde la crisis financiera, un esfuerzo creciente de institucionalización de la cooperación económica, tanto en comercio como en finanzas.

Por otra parte, el favorable desempeño reciente de las economías latinoamericanas, impulsado por las exportaciones y con reducción de algunos aspectos de la vulnerabilidad externa, podría estar reproduciendo las estrategias asiáticas consideradas exitosas por Dooley y Garber (2005), Rodrik (2003), Stiglitz (2002), entre otros. De ahí se podría especular que la posición externa de los países latinoamericanos es más sólida y menos susceptible de sufrir un nuevo escenario externo de reducción de la liquidez. Dicho escenario podría derivarse de la corrección de los desequilibrios externos y fiscal de los EEUU. En este sentido, se destacan los siguientes elementos: (1) la mejora de las cuentas externas, especialmente por cuenta corriente, se ha debido a una coyuntura favorable para los exportadores de *commodities*; (2) no se observa, por lo tanto, un cambio estructural en la inserción internacional de las economías latinoamericanas, a partir de una alteración cualitativa de sus estructura exportadora, reflejo de cambios más profundos en la base productiva

de las economías; (3) la existencia de una amplia liquidez internacional, cuyos niveles equivalen al *boom* anterior al de la crisis asiática, está permitiendo la existencia de premios de riesgo bajos que, en un ambiente de bajos tipos de interés en los países centrales, garantizan la absorción de recursos externos también a través de la cuenta de capital; (4) a pesar del ajuste de flujos y de *stock* en las cuentas externas, la situación de solvencia y liquidez de América Latina es inferior a la de Asia o de otras regiones emergentes; (5) por último, con regímenes cambiarios más flexibles y menores controles sobre los flujos de capitales (Dooley y Garber, 2005), los países latinoamericanos están más expuestos a los efectos potencialmente desestabilizadores de los ciclos financieros y de los precios de las *commodities*, a pesar de la diferencia de estrategia que se observa en los últimos años.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aizenman, J.; Lee, Y. y Rhee, Y. (2004): "International Reserves Management and Capital Mobility in a Volatile World: Policy Considerations and Case Study of Korea", *NBER Working Paper* 10534, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- Aizenman, J. y Marion, N. (2003): "The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On?", *Journal of the Japanese and International Economies*, 17, 370-400.
- Aizenman, J. y Marion, N. (2004): "International Reserves Holding with Sovereign Risk and Costly Tax Collection", *Economic Journal*, 114, 569–91.
- Asian Development Bank (2005): *Asian Development Outlook 2005: Promoting Competition for Long Term Development*, Manila.
- Ariyoshi, A.; Habermeier, K.; Laurens, B.; Otter-Robe, I.; Canales-Kriljenko, J. y Kirilenko, A. (2000): "Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization", *FMI Occasional Paper*, 190, FMI, Washington, DC.
- Aziz, J.; Caramazza, F. y Salgado, R. (2000): "Currency Crises: In Search of Common Elements", *FMI Working Paper*, WP/00/67, Washington DC.
- Banco Central Europeo (2006): "The Accumulation of Foreign Reserves. International Relations Committee Task Force", *Occasional Paper, Series* 43, febrero.
- Banco Mundial (2006): *Economic Growth in the 1990s: Learning From a Decade of Reform*, Banco Mundial, Washington DC.
- Bernanke, B. (2005): *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Federal Reserve Board, Washington DC.
- BIS (2006): "Financial Globalisation", *BIS Papers*, 32, Bank for International Settlements, Basle.
- Block, F. (1977): *The Origins of International Economic Disorder*, University of California Press, Berkeley.

- Boughton, J.M. (2002): "Why White, Not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System", *FMI Working Paper*, 02/52, FMI, Washington DC.
- Caballero, R. J., Calderón, C. y Céspedes, L. F. (2006): *External Vulnerability and Preventive Policies*, Serie de Libros Banca Central, vol. X, Banco Central de Chile, Santiago de Chile.
- Calvo, G. y Reinhart, C. (2002): "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 379–408.
- CEPAL (2004): *Desarrollo productivo en economías abiertas*, CEPAL, Santiago de Chile.
- Davidson, P. (2003): "The Future of International Financial System", *Conference on the Future of Economics*, Universidad de Cambridge, 18 de septiembre.
- Demirgüç-Kunt, A. y Detragiache, E. (1998): "Financial Liberalization and Financial Fragility", *FMI Working Paper*, 98/83, FMI, Washington DC.
- Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2005): *International Financial Stability*, Deutsche Bank. En: <http://econ.ucsc.edu/~mpd/>
- Dooley, M. P.; Folkerts-Landau, D. y Garber, P. (2003): "An Essay on the Revived Bretton Woods System", *NBER Working Paper* 9971, Cambridge.
- Dooley, M. P. y Garber, P. (2005): "Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System", *Brookings Panel on Economic Activity*.
- Eatwell, J. y Taylor, L. (2000): *Global Finance at Risk*, The New Press, Nueva York.
- Edison, H., Klein, M., Ricci, L. y Slok, T. (2002): "Capital Account Liberalization and Economic Performance: a Review of the Literature", *FMI Working Paper* 02/120, FMI, Washington DC.
- Eichengreen, B. (1996): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton.
- Eichengreen, B. (2004): "Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods". *NBER Working Papers*, 10497.
- Flood, R. y Marion, N. (2001): "Holding International Reserves in an Era of High Capital Mobility", *FMI Working Paper*, 62, FMI, Washington DC.
- Fischer, S. (1999): *On the Need of International Lender of Last Resort*, FMI, Washington DC.
- FMI (2003): *Global Financial Stability Report*, Washington DC.
- FMI (2005): *World Economic Outlook*, Washington DC.
- Goldstein, M. (2005): "What Might the Next Emerging-Market Financial Crisis Look Like?", *IIE Working Paper* 05-7, Institute for International Economics, Washington DC.

- Institute of International Finance (2004): *Regional Overview: Asia*, IIF, Washington DC.
- Isard, P. (2005): *Globalization and the International Financial System*. Cambridge University Press, Cambridge.
- Jeanne, O. y Ranciére, R. (2006): "The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: Formulas and Applications". *FMI Working Paper* 06/229, FMI, Washington, DC.
- Kaminsky, G. y Reinhart, C. M. (2001): "Banking Landing and Contagion: Evidences from Ten East Asia Crisis", en Ito, T. y Krueger, A. (2001): *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Kaminsky, G.; Lizondo, S. y Reinhart, C. (1998): *Leading Indicators of Currency Crisis*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Keynes, J. M. (1950): "The International Clearing Union, 1943", en Harris, S.E.: *The New Economics*, Alfred A. Knopf, Nueva York.
- Kindleberger, C. H. (2001): *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons (4^a ed.).
- Krueger, A. O. (2001): "International Financial Architecture for 2002: A New Approach to Sovereign Debt Restructuring", *Conferencia impartida en el National Economists' Club*, Washington DC.
- Krueger, A. O. (2003): "Detecting and Preventing Financial Crises —Recent FMI Approaches", *Conferencia impartida en Bretton Woods Committee Annual Meeting*, Departamento de Estado de EEUU.
- Krugman, P. (1999): *The Return of Depression Economics*, W. W. Norton & Co.
- Maddison, A. (2001): *The World Economy: A Millennial Perspective*, OECD, París.
- Meltzer, A.H. (2000): *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, International Financial Institution Advisory Commission, Washington DC.
- Mikesell, R.F. (1996): "Revisiting Bretton Woods", *Public Policy Brief*, 24.
- Minsky, H.P. (1991): "The Financial Instability Hypothesis: A Clarification", en Feldstein, M.: *The Risk of Economic Crisis*, The University of Chicago Press, Chicago.
- Mishkin, F. (2006): *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press, Jersey.
- Mishkin, F.S. y Schmidt-Hebbel, K. (2007): *Monetary Policy under Inflation Targeting*, Serie de Libros Banco Central vol. XI, Banco Central de Chile, Santiago de Chile.

- Prasad, E.; Rogoff, K.; Wei, S. y Kose, M.A (2003): "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence". *Occasional Paper* on. 220, FMI, Washington DC.
- Radalet, S. y Sachs, J.D. (1998): "The East Asian Financial Crisis", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1.
- Rodrik, D. (1998): "Who Needs Capital-Account Convertibility?", en Fischer, S. *et al.*, *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility?*, Essays in International Finance, 207, Universidad de Princeton.
- Rodrik, D. (2005): "Growth Strategies", en Aghion, P., Durlauf, S. (eds.): *Handbook of Economic Growth*, North-Holland.
- Rogoff, K. (2002): "Rethinking Capital Controls: When Should We Keep an Open Mind?", *Finance and Development*, 39 (4), FMI, Washington DC.
- Skidelsky, R. (2000): *John Maynard Keynes: Fighting for Britain, 1937-1946*, MacMillan, Londres.
- Solomon, R. (1999): *Money on the Move: The Revolution in International Finance Since 1980*, Princeton University Press, Princeton.
- Stallings, B. y Studart, R. (2006): *Finance for Development: Latin America in Comparative Perspective*, Brookings Institution Press, Washington DC.
- Stiglitz, J.; Ocampo, J.; Spiegel, S.; Ffrench-Davis, R. y Nayyar, D. (2006): *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development*, Oxford University Press, Nueva York.
- Stiglitz, J. E. (2002): *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Company.
- Strange, S. (1998): *Mad Money: When Markets Outgrow Governments*, The University of Michigan Press, Michigan.
- Tobin, J. (2000): "Financial Globalization", *World Development*, 28 (6), 1101-1104.