

Colección: Economía y sociedad  
Directores: León Rozitchner  
Eduardo Grüner

(2009) (6)  
La mundialización financiera  
Génesis, costo y desafíos

Bajo la coordinación de  
François Chesnais

Suzanne de Brunhoff, Dominique Plihon, Richard Farnetti,  
Pierre Salama, Robert Guttman, Claude Serfati

Traducción  
Mabel Campagnoli y Lucía Vera



# Prólogo para la edición argentina

François Chesnais

Título de la edición francesa:  
*La mondialisation financière*  
*Genèse, coût et enjeux*

1ª edición: agosto 2001

© La Découverte & Syros, 1996

© Editorial Losada, S. A.  
Moreno 3362,  
Buenos Aires, 1999

Traducción: Mabel Campagnoli y Lucía Vera  
Tapa: Producción editorial

ISBN: 950-03-7849-3  
Queda hecho el depósito que marca la ley 11.723  
Marca y características gráficas registradas en la  
Oficina de Patentes y Marcas de la Nación  
Impreso en Argentina  
*Printed in Argentina*

Este libro termina con el análisis de la crisis-mexicana de 1995 y de las razones que permitieron que el “efecto Tequila”, tan temido por algunos, pudiera ser contenido. Por eso nos parece útil explicar a los lectores cómo interpretamos nosotros eso que frecuentemente se denomina, de manera muy insuficiente, “crisis asiática”. Tres aspectos parecen importantes. El primero se refiere a las lecciones que el desarrollo de las crisis en Asia brindó a los países con plazas financieras llamadas “mercados emergentes” y con anclaje de la moneda nacional en el dólar. El segundo aspecto se refiere a la naturaleza de los mecanismos de propagación internacional, que hacen de la crisis “asiática” el comienzo de una crisis mundial, una crisis que no es simplemente financiera, sino económica en el sentido más pleno del término. El último aspecto se refiere a lo que la situación “coyuntural” nos revela en cuanto a los límites de lo que se ha dado en llamar “régimen de acumulación predominantemente financiero”.

1. En 1997, un poco más de dos años después de que la crisis mexicana fuera contenida, asistimos al desarrollo de una sucesión rápida de crisis financieras y de cracks bursátiles nacionales en Indonesia, Malasia y las Filipinas, a partir de un incendio inicial en Tailandia. Las crisis que se produjeron en esos países, a intervalos muy breves y con diferentes grados de gravedad, fueron todas bastante similares a la crisis mexicana. Son crisis que nos colocan en un tipo de situación potencialmente amenazadora para muchas otras economías, incluso la Argentina.

En cada uno de los países involucrados, entre julio y setiembre de

1998, las crisis se desarrollaron de acuerdo con un guión casi idéntico. Comenzaron con una devaluación de la moneda local, que se había tornado inevitable a causa del déficit comercial cada vez más elevado, pero cuya gravedad se debe al hecho de que supone una ruptura de su anclaje con el dólar. Esta decisión, inevitable por la amplitud del déficit externo, provocó, como elemento de un solo y único proceso, la caída libre del tipo de cambio, la huida de los capitales a corto plazo y el derrumbe del muy débil mercado financiero (tanto de la sección de obligaciones como de los títulos industriales). La prensa internacional informó principalmente sobre el crack bursátil que acompañó al derrumbe del tipo de cambio. Pero los verdaderos desafíos se ubican en el plano del derrumbe del sistema bancario, que lleva a una contracción brutal del crédito, seguida rápidamente por la contracción de la producción. El derrumbe del tipo de cambio tiene, como primera consecuencia inmediata, un aumento astronómico del costo de todos los préstamos emitidos en dólares por los bancos y las empresas locales. Así se comienza, prácticamente de un día para otro, con la insolvencia de los bancos locales, con el agotamiento inmediato del crédito para las empresas y el inicio de quiebras bancarias en serie. El agotamiento del crédito es muy brutal porque los bancos internacionales pierden la cabeza. Suspenden el refinanciamiento de los bancos locales mediante el retiro de sus depósitos interbancarios y la ruptura de las líneas de crédito aprobadas hasta ese momento. Ahora bien, eran los bancos internacionales, y no los raquíticos "bancos centrales" nacionales, quienes garantizaban antes la liquidez bancaria. Ni los bancos, ni las empresas locales, ni el gobierno en el caso de Indonesia, pudieron entonces continuar asegurando el servicio de su deuda privada o pública y todavía menos el reembolso de los préstamos a su vencimiento. Entonces el FMI, ante la catástrofe, debe intervenir simplemente para evitar que esos países se declaren insolventes. Pero no lo hace a la manera de un verdadero prestamista en última instancia (como lo hace la Reserva Federal del gobierno de los Estados Unidos [la Fed]), que crea liquidez sin plantear, en ese momento, la menor pregunta o la menor condición. El FMI interviene acompañando su oferta de préstamo (que generalmente concreta con bastante o mucha lentitud) de condiciones draconianas, cuyos efectos son fuertemente "procíclicos" y no hacen más que agravar la recesión.

El contagio, que tanto temió América Latina en 1995, tuvo lugar plenamente en el caso de Asia. Varias razones lo explican. La primera

es la intensidad de las interconexiones comerciales entre las economías afectadas. Luego jugó el hecho de que el Japón no sólo fue incapaz de amortiguar los efectos externos de las crisis de los países vecinos, como sí estuvieron en condiciones de hacer los Estados Unidos en 1995, sino que él mismo fue llevado a la recesión. La tercera causa fue el carácter principalmente privado y muy fragmentado de la deuda externa, lo que hizo muy difícil la negociación sobre la reprogramación de la deuda con los bancos internacionales, y facilitó incluso la quiebra deliberada de algunos deudores: la "moratoria salvaje de las deudas" utilizando una expresión del *Business Week*. Los mecanismos de contagio regionales encontraron su base más sólida en el nivel de la producción y del comercio. Todas las economías asiáticas fueron construidas con el modelo del "crecimiento impulsado por las exportaciones"; todas tienen, entonces, necesidad de los otros como mercados. En el caso de Tailandia, de Indonesia, de Malasia y de las Filipinas, así como también de China en 1997, más del 50% del comercio era regional, y alrededor de la mitad de ese comercio regional era con Japón. El derrumbe simultáneo de los tipos de cambio en todos los países afectados y la contracción de los mercados en cada uno de ellos significó que el efecto clásico de reactivación que se espera de las devaluaciones no ocurriera, dejando su lugar a un proceso de deflación que ha tomado proporciones importantes. Y así resultó imposible para los dos principales países industriales de la región -Japón y Corea- protegerse de los efectos de la crisis de sus vecinos. El primero que resultó golpeado con gran fuerza fue Corea, y con su entrada en recesión se franqueó un paso cualitativo hacia el crecimiento de la crisis internacional.

Corea posee la duodécima base industrial del mundo; los otros países de la región más gravemente afectados hasta hoy tienen sistemas financieros hipertrofiados, pero una base industrial débil, dominada todavía por producciones tradicionales con muy bajo costo salarial. Siguen siendo exportadores de productos básicos, mineros o agro-forestales. Corea es uno de los más importantes países exportadores de productos industriales, no solamente en Asia, sino en el mundo. La proporción de exportaciones regionales de Corea es algo inferior a la de los países mencionados más arriba, pero se trata de volúmenes cualitativamente más importantes. La capacidad de producción de los grupos industriales coreanos, los *chaebols*, fue implementada con una perspectiva de crecimiento regional que se esperaba continuara al mismo ritmo que el que existía a comienzos de la década. Fue la incapacidad de

estos grupos para hacer frente a sus compromisos cuando vencían, lo que precipitó la crisis de los bancos y desencadenó el ciclo acumulativo de contracción del crédito, de la producción y del empleo. En el momento en que sufrió el derrumbe de su mercado financiero y una caída brutal de su moneda, Corea no era un país con déficit sino con excedentes comerciales, elevados incluso. Su vulnerabilidad es la de una economía cuya actividad industrial depende en un grado tan elevado de las exportaciones que la menor disminución de la demanda externa, especialmente de su región, la afecta brutalmente.

En el marco de una economía mundializada, una situación de crisis de superproducción de semejante dimensión no puede quedar encerrada dentro de los límites de un solo país. Y menos todavía cuando se combina con cadenas internacionales de créditos y de deudas bancarias complicadas y muy frágiles. La entrada en recesión de Corea fue así rápidamente seguida por el anuncio que hicieron en diciembre de 1997 las autoridades japonesas, de que su economía también había comenzado a entrar nuevamente en recesión.

2. El desarrollo, que todavía no ha terminado en la región (véanse los artículos del *Economist* de Londres sobre China, del 24 de octubre de 1998), de una crisis importante en uno de los tres grandes polos mundiales —una crisis que no es simplemente financiera sino propiamente económica— es un acontecimiento que no puede ser contenido en ese único polo. Durante el año 1998 los apologistas de la mundialización neoliberal hicieron de todo para tratar de negar que la economía capitalista mundial liberalizada se encontraba (y se encuentra ahora más que nunca) enfrentada lisa y llanamente a una amenaza de crisis financiera y de recesión mundial. La posición ha podido ser mantenida, mal que bien, por el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los portavoces del Grupo de los 7 (G7), hasta el anuncio del 17 de agosto sobre la situación de bancarrota externa de Rusia, el retiro de los bancos internacionales (con fuertes pérdidas), y el consecutivo derrumbe inmediato del sistema financiero, que terminó en una nueva recesión profunda en el conjunto de los estados que surgieron de la ex URSS. La onda del *shock* mundial que siguió a este anuncio, en primer lugar en los grandes mercados bursátiles, fue de tal amplitud que se hizo necesario que Alan Greenspan advirtiera a los Estados Unidos, a mediados del mes de setiembre de 1998, que el país no podría mantenerse al abrigo de los mecanismos de propagación internacional de la crisis que se ha-

bía iniciado en Asia un año antes. En Europa los responsables políticos continuaron, hasta las repetidas caídas de los mercados bursátiles a comienzos de octubre, pretendiendo que “Europa estaba fuera de la crisis”. También en setiembre de 1998 se hizo todo lo posible para ocultar a los electores brasileños tanto la naturaleza de la crisis mundial como los vínculos entre la recesión impuesta por el gobierno de Cardoso y la política seguida anteriormente, de liberalización, desregulación y sumisión del Brasil a los imperativos de la mundialización financiera. No es necesario explicar al lector argentino los esfuerzos desplegados en su país en el mismo sentido.

Una cosa es reconocer que la coyuntura económica en los tres polos de la Tríada y en los subconjuntos que conforman cada uno de ellos está comandada por factores propios, que vienen a agregarse a los factores mundiales, y que se desarrolla según ritmos específicos. Otra es anunciar que tal región-continente o tal país va a quedar “fuera de la crisis”. Aun cuando no sea posible prever con precisión los *plazos* en los cuales los mecanismos de propagación internacional ejercerán sus efectos, esos mecanismos son perfectamente definibles.

La extensión internacional de una situación de recesión profunda desde un polo hacia el resto del mundo, y la transformación progresiva de una crisis regional en crisis mundial, proceden de los tres grandes mecanismos de propagación internacional. Estos mecanismos son clásicos. Actuaron en condiciones diferentes y con una articulación distinta durante la crisis de los años 1930. Era inevitable que con la liberalización y la desregulación generalizada de las dos últimas décadas se reconstituyeran las condiciones para su reaparición y reactivación. El *primer* mecanismo se sitúa en el nivel de la caída de la producción y de los intercambios, y la caída del nivel de actividad industrial y comercial. Es el nivel más básico, donde sólo intervenciones decididas de apoyo de la demanda en un conjunto unido de países podría detener la propagación. Ésta se efectúa por el efecto conjugado y acumulativo de la recesión doméstica y de los mercados de exportación. Este proceso, cuando ha comenzado a devastar un polo comercial mundial por entero, se extiende internacionalmente porque desencadena, por un lado, una competencia encarnizada a la que se entregan todos los exportadores de los mercados mundiales y, por otro, una contracción rápida y fuerte de las importaciones que realiza la región desde otras partes del mundo. Asia representa un tercio del comercio mundial y ha constituido, a lo largo de los años 1990, la única zona de crecimiento

industrial sostenido, con la excepción de los Estados Unidos. Precisamente es hacia esta región adonde se dirige la mayor parte de las exportaciones industriales norteamericanas. Su contracción es uno de los más importantes canales de contagio hacia América del Norte. En 1998, la contracción de la producción y del comercio se ha propagado fuertemente, sobre todo hacia los países productores de materias primas, duramente afectados por el derrumbe de la demanda asiática. La consiguiente caída de los precios de las materias primas, incluido el petróleo, en mercados en situación endémica de superproducción relativa, ha afectado muy duramente a los países productores, haciendo de ellos postas para la propagación internacional. El ejemplo de Rusia, así como también el de un país como Venezuela, dan prueba de ello.

El *segundo* mecanismo de contagio mundial pasa por las largas y complicadas cadenas de créditos y deudas bancarias, resultantes de préstamos otorgados por los *bancos internacionales* a agentes privados y públicos de los países en crisis. Estos préstamos incluían en particular las facilidades de refinanciación acordadas a los bancos nacionales. Las finanzas de mercado no han suprimido la “economía de endeudamiento”, interna o internacional. Se han superpuesto a ella y la han englobado en un conjunto difuso y opaco hecho de miles de decisiones financieras microeconómicas. La ingobernabilidad de este conjunto se mide a partir de que la producción, el comercio y el empleo se contraen, y a partir de que los deudores no pueden pagar en los plazos convenidos o, muchas veces, no pueden pagar en absoluto. La liberalización y la desregulación financiera, las incesantes innovaciones financieras y el crecimiento de la todopoderosa ideología del “mercado que siempre tiene razón”, le han dado a la “economía del endeudamiento” un auge sin igual, al mismo tiempo que hacen prácticamente imposible el seguimiento y evaluación de las autoridades monetarias. Hemos asistido así al desarrollo a muy gran escala, por parte de instituciones financieras, bancarias y no bancarias, de la práctica llamada “fuera de balance”. Los compromisos en los mercados de “productos derivados” (los que llevaron a la banca Barings a la quiebra) forman parte de ello, así como también todos los préstamos de alto riesgo que los bancos no hacen aparecer en sus balances, pero que pesan sobre sus pasivos a partir del momento en que demuestran ser incobrables. Estos préstamos no son sólo los del tipo otorgado a los bancos indonesios o rusos, sino también los concedidos a los más poderosos mediáticamente y a los menos escrupulosos entre los fondos especulativos especializados (los *hedge funds*),

como LTCM (*Long Term capital Management*<sup>1</sup>). Recordemos que los compromisos de estos fondos han alcanzado los 200.000 millones de dólares, es decir, el equivalente de la deuda externa conjunta de Tailandia, Indonesia, Corea, las Filipinas y Malasia.

La quiebra, incluso “momentánea”, de los grandes deudores en el centro del sistema financiero mundial, así como en los “mercados emergentes”, se traduce en el aumento del peso de los malos créditos en los balances de los bancos internacionales. Pone en peligro la cadena de créditos y deudas en su conjunto. La amplitud de algunos créditos que se han tornado irrecuperables o casi irrecuperables, y la gravedad de la repercusión de la situación de insolvencia en los bancos internacionales tenedores, es lo que ha venido rápidamente a dominar los episodios que marcaron el crecimiento mundial de la crisis en 1998. En el caso de Japón, este mecanismo de propagación está inextricablemente ligado a la contracción del comercio y a la deflación en la región-continente. En cambio, la vulnerabilidad bancaria nacida de las cadenas de créditos es, por el momento, el mecanismo que alcanza de manera predominante a los miembros europeos del G7, poco afectados al principio por la deflación asiática considerada aisladamente. Fue este mecanismo el que actuó, sobre todo en el caso de Rusia. El peso relativo de este país en el comercio mundial es muy bajo (apenas el uno por ciento), pero su quiebra financiera y el derrumbe de su sistema financiero vinieron a debilitar repentinamente algunos componentes de sistemas financieros tan “seguros” como el de Alemania.

El *tercer* mecanismo de propagación internacional es *bursátil*. Se refiere al contagio de una plaza financiera a otra, a los miedos de los inversores financieros relativos al valor real del capital ficticio que poseen en forma de activos financieros, especialmente en acciones, aunque también en obligaciones. Las evoluciones de este mecanismo son las más difíciles de prever, a causa de lo repentino –y con carácter irracional– de los cambios que se producen en la opinión promedio de los operadores bursátiles, así como de la rapidez con que se produce la difusión de una plaza financiera a otra, de sus miedos y del anuncio de sus pérdidas. Las formas de sincronización con los otros dos mecanismos son complejas. Las caídas bursátiles aparecen después de fases de calma y de recuperación, en el momento en que una acumulación sub-

<sup>1</sup> N. del T.: el fondo LTCM atravesó una situación muy grave entre agosto y octubre de 1998.

terránea de elementos anunciadores de posibilidades de pérdida aparece repentinamente con claridad.

Este mecanismo de propagación se ejerce en dos niveles. En el caso más "benigno", que no por eso ha dejado de devastar ya a Asia, el contagio está circunscripto a los mercados financieros de los países "emergentes". Se limita a la propagación de la sospecha de los inversores financieros, a partir de una situación de riesgo creciente en un mercado perteneciente a esta categoría, hacia todos los países que se encuentran potencialmente en la misma situación. Este es el caso, ciertamente, de los países de América Latina, con Brasil a la cabeza. Los mercados de estos países fueron sacudidos en noviembre de 1997 por los contragolpes de la crisis asiática, y luego otra vez en setiembre de 1998 por la declaración de bancarrota de Rusia. En el futuro sufrirán nuevamente el efecto de propagación de olas de desconfianza externa, independientemente de los acontecimientos internos que pudieran provocar la huida de inversores. El otro nivel es propiamente mundial, y sus pivotes son los mercados bursátiles norteamericanos.

En este nivel la propagación puede adoptar dos formas. La primera es la de un movimiento de pánico que nace en algún otro lado, en otra plaza financiera de una cierta importancia, y que converge hacia Wall Street, que se ve entonces colocado en una situación en la cual o bien la plaza norteamericana logra contener el contagio, o bien le sirve de posta. Hemos asistido a un ejemplo de esta forma de propagación en ocasión del "mini-crack" del 27 y 28 de octubre de 1997, que había partido inicialmente de Hong Kong y de Singapur. En esa ocasión se pusieron en evidencia tanto la gravedad potencial del contagio bursátil como el papel de pivote de Wall Street. Mientras la velocidad y la amplitud del comienzo del contagio mundial superaron a las del crack neoyorquino de octubre de 1987, en 1997 lo que permitió estabilizar las cotizaciones y detener la caída que ya había afectado fuertemente a las plazas europeas fueron las compras que hicieron de sus propias acciones los más grandes grupos norteamericanos, especialmente IBM. Un segundo ejemplo es el caso en el cual el movimiento de caída de las cotizaciones tiene su origen, como ocurrió en 1987, en el propio Wall Street. Esta es la hipótesis más peligrosa por sus consecuencias. A causa del carácter altamente jerarquizado de las finanzas mundializadas, es en Nueva York o en Chicago donde está ubicado el cerrojo decisivo del contagio bursátil mundial. La cotización de las acciones en Wall Street es, en gran parte, función de la situación doméstica de la economía es-

tadounidense, que adquiere la condición de componente central de la situación mundial tomada en su totalidad. Pero el grado de internacionalización de los bancos y de los grupos industriales norteamericanos ha hecho que sus posibilidades de ganancias dependan fuertemente de la situación coyuntural mundial, así como de acontecimientos que ocurren en otros lugares de la economía internacional. En setiembre de 1998, fue directamente de Wall Street de donde partió el movimiento internacional de caída de las bolsas. La fuerte baja de las cotizaciones se debió tanto al grado de exposición efectiva de los grandes bancos norteamericanos, que era claramente más elevado en Rusia que en Asia, como a la repentina toma de conciencia de la fuerte dependencia de las cotizaciones de Wall Street de las vicisitudes mundiales. La aprensión de que incluso los bancos deban sufrir fuertes pérdidas en Brasil y que la recesión alcance a América Latina, haciendo las exportaciones norteamericanas aún más difíciles, reforzaron el movimiento a la baja durante tres semanas antes de dar lugar, ya en octubre, a una fase de recuperación y de calma, a la espera de nuevas turbulencias.

3. Para terminar, veamos qué nos revelan los acontecimientos de 1997 y 1998 en cuanto a los límites del "régimen de acumulación predominantemente financiero". La mundialización del capital, que nació con la liberalización y la desregulación, ha traído consigo la implementación de una economía internacional de valorización del capital bajo su forma financiera. Este capital impone en todo momento su "preferencia por la liquidez" (Keynes). Trata de valorizarse tomando el "camino abreviado", A-A' (Marx) "invirtiendo" en forma de colocaciones en obligaciones y en acciones, pero también en forma de préstamos internacionales a gobiernos (o, como en Asia, a bancos y empresas). La economía internacional que han construido los neoliberales es una economía ordenada hacia la transferencia de recursos de algunas clases o capas sociales, y de algunos países, hacia otros. Está dominada por los grandes fondos de inversión (*pension funds* y *mutual funds*), así como por las sociedades transnacionales y los grandes bancos internacionales. Le ha dado a la noción de "países rentistas", desarrollada por los teóricos del imperialismo a comienzos del siglo (Lenin ciertamente, pero también Hobson y Veblen), su sentido original pleno y toda su actualidad.

El hecho de que una de las instituciones básicas de esta economía internacional de valorización del capital-dinero sea el mercado secunda-

rio de títulos, liberalizado y desregulado, le da una volatilidad y una inestabilidad elevadas. En el mercado secundario de títulos se constituyen los mecanismos de formación y de crecimiento del capital ficticio. La naturaleza ficticia de la inmensa acumulación de activos financieros, cuyo teatro son los mercados financieros, se pone en evidencia desde el momento en que el cambio de la coyuntura hace imposible la validación del conjunto de los activos y de los créditos, que son otras tantas pretensiones de apropiación de fracciones del valor y de la plusvalía producidos anteriormente en la industria, la agricultura y los servicios. *Esto, sin embargo, no constituye una "economía de casino"*. Por detrás de las decisiones de colocar o de liquidar las tenencias en poder de una u otra plaza financiera, debajo de una u otra forma de activos (divisas, obligaciones públicas o privadas, acciones), se encuentran evaluaciones en cuanto a la permanencia de los flujos de ingresos en los niveles de rendimiento que el capital financiero se fija. Existe seguramente una dimensión especulativa en las decisiones de colocación o de retiro de las tenencias. Pero esto no es lo esencial y no debe de ninguna manera hacernos perder de vista los mecanismos, de importancia muy distinta, de transferencia de recursos reales que se esconden tras la tenencia de títulos. Son estos mecanismos los que afectan el ritmo de acumulación así como el nivel de la demanda, de la producción y del empleo.

El informe más reciente de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), *Trade and Development 1998*, nos recuerda que la tasa de crecimiento anual promedio de la economía mundial no ha sobrepasado el dos por ciento durante la última década. De esta manera, el ingreso promedio per cápita ha bajado, justo en un momento en que las desigualdades en la distribución, que eran ya muy fuertes, aumentan todavía. Las crisis financieras repetidas, con episodios múltiples y variados, deben situarse en este contexto. Estas crisis no son sólo consecuencia de la inestabilidad inherente a los mercados financieros, sino también una manifestación de esta situación de crecimiento muy lento y de superproducción endémica que ha persistido todo a lo largo de los años 1990. Durante esta década los únicos países o regiones que pudieron escapar a esta caracterización fueron los Estados Unidos, por un lado, y los países asiáticos, por otro. Después de que la recesión generalizada invadiera Asia, Estados Unidos es el único país que sigue en una situación de excepción, más exactamente en posición de país dominante hacia el cual se vuelve el conjunto de contradicciones financieras y comerciales del sistema.

Por más importante que sea el análisis de la fragilidad financiera sistémica, es fundamental comprender que estamos ante al progreso de una gran crisis económica, que expresa los límites del régimen de acumulación predominantemente financiero. Marx trabajó mucho sobre la paradoja de la sobreproducción, de la cual señalaba su carácter relativo y decía que lejos de manifestar un excedente de riqueza es la marca de un sistema cuyos fundamentos plantean límites a la acumulación, a causa de los mecanismos de distribución que le son endógenos. Keynes trató de dar una respuesta sin salirse del marco de la propiedad privada de los medios de producción, y fue puesto en la picota. Durante veinte años hemos asistido en los países del Tercer Mundo a la reaparición de las peores calamidades: malnutrición, incluso hambre, enfermedades, muchas veces pandemias, y en los países de la OCDE al aumento de los desempleados, los precarizados, los sin techo, los sin derechos. Estas calamidades no son "naturales". Golpean a las poblaciones que han sido marginadas y excluidas del círculo de satisfacción de las necesidades elementales y, por lo tanto, de las bases de la civilización, por su incapacidad para transformar esas necesidades apremiantes en demanda solvente, en demanda monetaria. Esta exclusión es, pues, de naturaleza económica. En algunos casos es reciente, pero en todos los países se ha agravado fuertemente con relación a la situación de los años 1970. Es producto directo del régimen de acumulación que nació de la desregulación y la liberalización. Supone la destrucción no sólo de millones de empleos, sino de sistemas sociales de producción enteros. Destrucción permitida por la sumisión del progreso técnico a las señales más acotadas de la ganancia, por la total libertad de movimiento otorgada al capital y por la puesta en competencia de formas de producción social que no tienen la misma finalidad: maximizar la ganancia, por un lado; asegurar las condiciones de la reproducción social de comunidades de campesinos, de pescadores o de artesanos, por otro.

Entre los apologistas de la "mundialización feliz" ha sido de buen tono celebrar la "victoria del consumidor sobre el productor", así como la "revancha de los prestamistas". Se ha simulado olvidar que los "productores", es decir los asalariados, son también consumidores, y que a fuerza de despedir a los obreros en los países capitalistas avanzados y de quitar, por la liberalización, sus medios de vida a los campesinos en los países del Tercer Mundo, el círculo de los consumidores se achica. El consumo de las capas rentistas, las que viven completa o par-

cialmente de ingresos financieros (intereses de las obligaciones o dividendos de las acciones) puede sostener la demanda y la actividad en los Estados Unidos y en algunos otros países que son fuente de flujos masivos de capitales de colocación. Pero en el plano de la macroeconomía del sistema mundial, ningún consumo rentista podrá jamás compensar los mercados destruidos por el desempleo masivo o la pauperización absoluta impuesta a comunidades que antes podían asegurar su reproducción y expresar una cierta demanda solvente.

Entonces, lo que la crisis ha comenzado nuevamente a revelar son las contradicciones más esenciales del capitalismo. Las soluciones deben buscarse más allá de las finanzas, aun cuando la situación financiera exigirá ciertamente soluciones de defensa indispensables por parte de aquellos que no aceptan la subordinación de los países a los intereses del capital rentista. Ellos son muy numerosos en Argentina y es a ellos a quienes los autores de este libro dedican su trabajo.

## Capítulo 1

# Introducción general

François Chesnais\*

El crecimiento espectacular de las transacciones financieras ha sido uno de los hechos más significativos de la década de los ochenta y ya ha marcado con su sello a la primera mitad de los años noventa.\*\* En efecto, la esfera financiera representa la punta hacia adelante del movimiento de mundialización de la economía, en el cual las operaciones del capital se refieren a los montos más elevados, en el cual su movilidad es la más grande y en el cual los intereses privados parecen haber retomado totalmente la iniciativa frente a los Estados.

La intención de este libro es presentar hilos conductores y pistas para la reflexión sobre varios aspectos de esta mundialización financiera: las circunstancias de su génesis, cuya comprensión condiciona las apreciaciones que uno puede hacer tanto sobre su necesidad histórica como sobre la naturaleza y la factibilidad de las medidas correctivas requeridas por sus efectos; el papel de las instituciones financieras específicas, especialmente las no bancarias, que son los actores principales de esta mundialización y que modelan su funcionamiento de manera decisiva; los mecanismos que rigen la evolución de las características del dinero en este nuevo contexto; y, sobre todo, las consecuencias más importantes de la mundialización de las finanzas en el funcionamiento de la economía

\* Economista principal de la OCDE hasta 1992. Actualmente profesor asociado en París XIII-Villetaneuse y miembro del Centro de Estudios de las Dinámicas Internacionales (CEDI).

\*\* Debe recordarse que la versión francesa de este libro fue publicada en 1996, lo que explica la ausencia de menciones sobre la crisis asiática iniciada en 1997. Nota del editor de la versión española.

mundial. En este sentido, el trabajo que se presenta pretende suministrar elementos analíticos y fácticos que permitan establecer conexiones entre la mundialización financiera y los otros elementos esenciales constitutivos del sistema capitalista mundial de fines del siglo XX: el nuevo régimen salarial; la distribución del ingreso, tanto entre los países como dentro de ellos, con la reaparición de significativos ingresos rentísticos; la distribución del ahorro mundial entre la inversión y las colocaciones financieras; y las características de la acumulación.

### Una mundialización intensa, pero muy particular

La expresión "mundialización financiera" designa las interconexiones muy estrechas entre los sistemas monetarios y los mercados financieros nacionales, que resultaron de medidas de liberalización y de desregulación adoptadas en un principio por los Estados Unidos y el Reino Unido entre 1979 y 1982 y, en los años siguientes, por el resto de los principales países industrializados. La liberalización externa e interna de los sistemas nacionales, anteriormente cerrados y compartimentados, permitió la aparición de un espacio financiero mundial. Sin embargo, la liberalización y la desregulación no suprimieron los sistemas financieros nacionales. No hicieron más que integrarlos, de manera "imperfecta" o "incompleta", en un conjunto que tiene tres particularidades. Primero, está fuertemente jerarquizado: el sistema financiero de los Estados Unidos domina a los demás tanto por el lugar que ocupa el dólar como por la dimensión de los mercados norteamericanos de obligaciones y bursátiles. El "desarrollo desigual" de los países (incluso dentro de la OCDE) y la competencia entre ellos, uno de cuyos instrumentos es la moneda y otro las finanzas, no han desaparecido. Fueron incluso reavivados por la liberalización y la desregulación financieras. Esto explica por qué, en segundo lugar, este conjunto "mundializado" está marcado por una carencia de instancias de supervisión y de control, sobre la que todos los especialistas concuerdan, incluso aunque tengan opiniones diferentes acerca del grado de esta carencia y acerca de las soluciones posibles. Finalmente, la unidad de los mercados está asegurada por los operadores financieros, en grados que difieren de un segmento a otro (cambios, obligaciones, acciones, etc.). Es erróneo atribuir la unidad de los mercados esencialmente a las tecnologías (telecomunicaciones e informática) que aseguran concretamente la inter-

conexión de las plazas financieras [véase también Helleiner, en Boyer y Drache, 1996]. La unidad nace de las operaciones que transforman una virtualidad técnica en un hecho económico.

Este último punto merece ser destacado. La integración internacional de los mercados financieros nacionales ha sido posible gracias a la liberalización reglamentaria y a su interconexión en tiempo real. Pero el contenido efectivo de esta integración resulta, concretamente, de las decisiones tomadas y de las operaciones efectuadas por los administradores de carteras más importantes y más internacionalizados.<sup>1</sup> La "personificación" de los mercados (su antropomorfismo) no es trivial. Sin duda, expresa de manera simultánea por lo menos tres dimensiones del crecimiento del poder de las finanzas. La primera se refiere al movimiento de autonomización relativa de la esfera financiera en relación a la producción pero, sobre todo, en relación a la capacidad de intervención de las autoridades monetarias. La segunda trata del carácter de "fetiche" (señalado tanto por Marx como por Keynes) de las formas de valorización del capital de naturaleza específicamente financiera. La tercera remite al hecho de que son los operadores quienes delimitan los contornos de la mundialización financiera y quienes deciden de qué países serán los agentes económicos que participarán, y qué tipos de transacciones realizarán.

En este sentido, es importante recordar algunas diferencias notables entre la mundialización financiera del período que culminó en 1914 y la de la fase presente. En términos reales, las inversiones directas permanecen quizás en un nivel inferior al que habían alcanzado a principios del siglo [Dunning, 1993; Bairoch, 1996]. Pero están mucho más concentradas que entonces y también mucho más inclinadas a desha-

<sup>1</sup> Recordemos que la expresión "mundialización del capital" es la que corresponde más exactamente a lo que abarca el término inglés *globalisation* [Chesnais, 1994]. Al referirse a la producción y comercialización de mercancías materiales e inmateriales (los "bienes y servicios"), el término inglés *globalisation* traduce la capacidad estratégica del gran grupo oligopólico de adoptar un enfoque y una conducta "globales" referidos simultáneamente a los mercados de demanda solvente, a las fuentes de aprovisionamiento, a la colocación de la producción industrial y a las estrategias de los principales competidores. En la esfera financiera, lo mismo vale para las operaciones que efectúan los inversores financieros y para la composición de sus carteras de activos (divisas, obligaciones, acciones y productos derivados), así como para las decisiones que ellos toman, ya sea en materia de "arbitraje" entre diferentes instrumentos financieros o distintos segmentos de los mercados, como de la elección de los países cuyas monedas compran o cuyos títulos poseen.

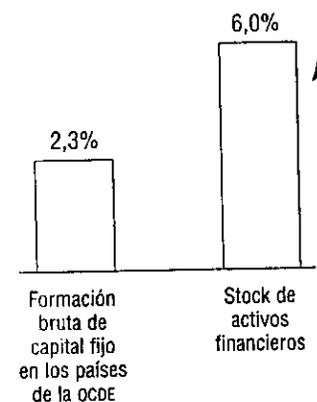
cerse de los compromisos rápidamente. En inglés se dice que son *foot-loose*, que tienen los "pies ligeros". La naturaleza de los flujos financieros a corto plazo (cuya composición se encontrará más adelante, en el cuadro 2) y su volatilidad son también muy importantes. Los flujos que se dirigen a los mercados bursátiles extranjeros, en particular los de los "mercados emergentes", siguen siendo muy escasos respecto a las colocaciones de obligaciones [Epstein, 1996], aunque tuvieron un cierto crecimiento antes de la crisis mexicana [FMI, 1994 y 1995]. La parte esencial de las acciones emitidas por las firmas están en su propio mercado bursátil. La idea de una "irradiación de los capitales por el planeta" no corresponde a la realidad del mundo contemporáneo, donde hay una correlación estrecha entre la tasa de inversión y la tasa de ahorro nacional de cada país [Epstein, 1995]. Las finanzas de mercado, o finanzas desintermediadas, "mundializadas", resultan excluyentes en un grado todavía mayor que las formas de internacionalización anteriores. Castigan con particular severidad a los países en desarrollo en sentido estricto [Pisani-Ferry y Sgard, 1996]. Ya que esos países no tienen la suerte de poseer un mercado financiero "emergente" que pueda ser integrado, ni firmas capaces de dirigirse a los mercados de obligaciones o bursátiles de los grandes países industrializados.

#### *Liberalización financiera y tasa de crecimiento de los activos*

El dinamismo específico de la esfera financiera, su crecimiento a ritmos cualitativamente superiores a los de la inversión, del PIB o del comercio, es quizá el factor que más transformó, por sí solo, la situación económica de los últimos quince años. El empleo sólo puede nacer de la inversión; la inversión es la que contribuye a determinar el ritmo de creación de riquezas a largo plazo. De la misma manera, la comparación entre las tasas de crecimiento –muy modestas– de la formación bruta de capital fijo del sector privado en los países de la OCDE (que es un indicador importante de la inversión) y las del valor del stock de activos financieros (tal como puede observarse en el gráfico 1) es una invitación a comprender las razones de ser y las consecuencias de ritmos tan diferentes. Ahora bien, de 1980 a 1992, en los países de la OCDE, las tasas de crecimiento anual promedio del stock de los activos financieros fueron 2,6 veces superiores a las de la formación bruta de capital fijo.

Este crecimiento acelerado de la esfera financiera ha seguido muy de cerca la liberalización y la desregulación de los sistemas financieros

Gráfico 1  
Formación bruta de capital fijo del sector privado  
y del crecimiento del stock de activos financieros,  
entre 1980 y 1992, en tasas promedio de crecimiento anual



Fuente: OCDE, Cuentas nacionales, diversos años.

nacionales así como la transición desde un régimen de finanzas administradas hacia un régimen de finanzas de mercado; es contemporáneo de la mundialización financiera y le da por sí solo la razón a este libro.

#### *Las raíces "reales" del crecimiento de la esfera financiera*

Los términos "autonomía", "autonomización", etc., deben ser utilizados con gran precaución. Es exacto que una fracción extremadamente elevada de las transacciones financieras se desarrolla en el campo cerrado conformado por las relaciones entre instituciones especializadas, y no tiene ninguna contrapartida a nivel de los intercambios de mercancías y de servicios, ni tampoco a nivel de la inversión. En particular, este es el caso de los casi 1,4 billones de dólares de transacciones cotidianas en el mercado de cambios, de los cuales apenas entre el 5% y el 8% correspondería a transacciones internacionales "reales" [BPI, 1994 y 1995]. Pero esto no quiere decir que no haya vínculos muy fuertes y, sobre todo, de un gran alcance económico y social, entre la esfera de la producción y el comercio y la de las finanzas. La esfera financiera se nutre de la riqueza creada por la inversión y la movilización de una fuerza de trabajo con niveles de calificación múltiples. Los

capitales a los cuales los operadores financieros aseguran su valorización a través de sus colocaciones financieras y los arbitrajes que efectúan entre diferentes tipos de activos nacieron invariablemente en el sector productivo y comenzaron por tomar la forma de ingresos constituidos en ocasión de la producción y del intercambio de mercancías y de servicios. Una parte, hoy elevada, de estos ingresos es captada o canalizada en beneficio de la esfera financiera, y transferida hacia ella. Sólo después de que esta transferencia ha tenido lugar pueden producirse muchos procesos de valorización fuertemente ficticios (véanse los capítulos 3 y 8), que inflan todavía más el monto nominal de los activos financieros, dentro del campo cerrado de la esfera financiera.

Los créditos suministrados a los países en desarrollo crearon el primer mecanismo de transferencia de riquezas en gran escala en el período contemporáneo. El reciclaje de los "petrodólares", operado por el mercado de los eurodólares, permitió a los países de la OCDE superar la recesión de 1974-1975 al aumentar muy rápidamente sus exportaciones. Pero este reciclaje también hizo nacer la aplastante deuda que muy numerosos países del Tercer Mundo llevan como un grillete desde hace veinte años. Las transferencias operadas hacia las instituciones financieras de los países capitalistas avanzados, a título de intereses de los créditos bancarios sindicados que les habían sido ofrecidos, le permitieron a la esfera financiera consolidarse aún más. Incluso si una cierta cantidad de grandes bancos resultó debilitado por el aumento de sus créditos dudosos [Davis, 1992] el proceso de transferencia de riquezas no cesó cuando estalló la crisis de la deuda en 1982. Al contrario, a partir de la mitad de los años 1980 asistimos a la inversión de los flujos netos de capitales entre el Sur y el Norte.

Pero en la misma época, sin que los flujos de transferencias Sur-Norte se detuvieran (y la formación de los mercados emergentes apunta a acrecentarlos), el centro de gravedad de los mecanismos de captación de ingresos en beneficio de la esfera financiera se desplazó hacia los países de la OCDE. La formación de los mercados de obligaciones, la "titularización" de la deuda pública y el crecimiento cada vez más rápido de la parte de los presupuestos de los países de la OCDE dedicada al servicio de la deuda significa que el mecanismo de captación y de transferencia más importante, por mucho, es desde entonces, en estos países, el que transita por los impuestos directos e indirectos. Una parte del crecimiento de la esfera financiera se debe a los flujos de riquezas que se forman primero como salarios y sueldos, o como

ingresos rurales o artesanales, antes de ser absorbidos por el Estado mediante los impuestos, y después transferidos por él hacia la esfera financiera a título de pago de los intereses o de reembolso del capital de la deuda pública.

### *La génesis de la mundialización financiera...*

Es importante comenzar por comprender cómo, mediante cuáles etapas, en un lapso de tiempo tan corto, se ha llegado a este dominio de la esfera financiera. Frente a fenómenos sociales complejos, puede ganarse mucho si se captan los procesos en su evolución, estudiando las circunstancias y las etapas de su génesis. Es lo que se hará más adelante en este capítulo, donde se propone una cronología de las etapas de la mundialización financiera, así como en varios de los capítulos siguientes. El acento se pondrá particularmente sobre el papel del régimen de los cambios flexibles adoptado después de la abrogación unilateral del sistema de Bretton Woods; también sobre la titularización de la deuda pública en los principales países industrializados, siguiendo el ejemplo de los Estados Unidos; finalmente sobre las políticas de desregulación y de liberalización financieras que han logrado el desmantelamiento de la mayoría de los mecanismos de supervisión y de control de la esfera financiera que habían sido creados durante los años 1930 después del crack de 1929 (principalmente en los Estados Unidos bajo el gobierno de Roosevelt), o después de la Segunda Guerra Mundial.

Aquí se trata de extender por un instante el marco de la reflexión. La mundialización financiera nació de un proceso de interacción durante una quincena de años entre el movimiento de refuerzo de las posiciones del capital privado —tanto industrial como bancario— y la situación crecientemente sin salida de las políticas gubernamentales. El contexto general es el del fin de "la edad de oro". Es decir, aunque haya comenzado a manifestarse desde fines de los años 1960, la mundialización financiera no se comprende fuera de lo que los regulacionistas llaman la "crisis del modo de regulación fordista" [Boyer, 1986], y que los marxistas describen como el resurgimiento, en un contexto determinado, de las contradicciones clásicas del modo de producción capitalista mundial fuertemente amortiguadas entre 1950 y la recesión de 1974. La reconstitución progresiva de una masa de capitales que buscan valorizarse de modo financiero, como capital de préstamos, no se comprende sino con relación a las dificultades crecientes de valorización del capital invertido

en la producción (completamente perceptible en las estadísticas). En ayuda de los beneficios no repatriados, aunque tampoco invertidos en la producción, que las firmas transnacionales norteamericanas tenían depositados en Londres en el sector *off-shore*, fue como el mercado de los eurodólares logró su despegue a partir de mediados de los años 1960, mucho antes del "shock petrolero" y la recesión de 1974-1975. La experiencia adquirida en este marco y las transferencias efectuadas a partir del servicio de la deuda del Tercer Mundo han permitido a las instituciones financieras aumentar su presión para obtener a la vez una política monetaria favorable a los intereses de los acreedores y una liberalización financiera acrecentada. En los Estados Unidos y en el Reino Unido, se dieron primero las condiciones políticas. El fracaso de las políticas de reactivación por medio de la demanda, la estanflación de fines de los años 1970 y la voluntad de quebrar las condiciones que permitían todavía a los asalariados defender su poder adquisitivo y sus conquistas sociales provocaron el giro monetarista dirigido por Paul Volcker (sobre el que volveremos más adelante) antes de desembocar en la "revolución conservadora" de Margaret Thatcher y de Ronald Reagan. Pero este giro correspondió también al momento en que los fondos de pensión y los organismos anglosajones de colocación colectiva de los valores mobiliarios (los *pension funds* y los *mutual funds*), que son los actores más poderosos del régimen de las finanzas de mercado mundializado, franquearon un umbral en el crecimiento del monto de ahorro que centralizan. Sus necesidades en términos de nuevas ocasiones de colocación fueron muy fácilmente satisfechas porque los gobiernos buscaban nuevas maneras de financiar sus déficit sin excesivo costo político.

Un informe reciente de la UNCTAD [1996] señala, felicitándose por ello [véase C. de Brie en *Le Monde Diplomatique*, julio de 1996], la manera en que la liberalización y la mundialización avanzaron paralelamente, de manera que cada avance de una de ellas reforzaba las condiciones favorables a un progreso de la otra. El proceso es particularmente claro en el ámbito de las finanzas. El movimiento de conjunto fue tomando progresivamente (en especial desde 1992), sin embargo, el aspecto de un proceso no controlado, con dimensiones evidentes de huida hacia adelante por parte de los gobiernos, cada vez más impotentes frente a las fuerzas que ellos mismos contribuyeron a desencadenar. Pero tiene, sobre todo, consecuencias para la acumulación y el empleo que requieren especialmente la ayuda de los partidarios de un "capitalismo virtuoso".

### ...su costo y sus desafíos

La mayoría de los interrogantes relativos a las consecuencias de la dominación actual de las finanzas de mercado liberalizadas y desreguladas sobre el funcionamiento de la economía mundial no son exclusivos de los autores de este libro. Los comparten todos aquellos que observan los hechos a partir de marcos conceptuales distintos de los del neoliberalismo. Aunque sin duda aquí se formulan con más insistencia que en otros lugares y están acompañados por la idea de que la sociedad mundial, regida actualmente sin resquicios por el capitalismo, se encuentra confrontada con un conjunto de relaciones constitutivas de un régimen de acumulación en ruptura radical con el de la posguerra, cuyas consecuencias se presentan como más graves. Mencionemos, entre estos interrogantes, los que se refieren más directamente a los países capitalistas avanzados que, sin embargo, siguen siendo los mejor protegidos de las consecuencias de la mundialización del capital.

¿No habrá alguna relación entre la mundialización financiera y la atonía pronunciada, cuando no estancamiento, de la producción industrial (tomando conjuntamente el sector manufacturero y el sector de los servicios) y de la inversión, así como con el aumento del desempleo en los países de la OCDE, Japón incluido?

¿El crecimiento de la inversión y del empleo a nivel mundial es compatible con el conjunto de fenómenos monetarios ocurridos luego de la adopción del régimen de tipos de cambio flexibles? Recordemos algunos: la inestabilidad monetaria permanente; la transformación del mercado cambiario en mercado especulativo, donde los capitales financieros buscan hacer ganancias financieras conservando el grado más alto posible de liquidez; la ausencia de una moneda internacional diferente del dólar, sumada desde hace veinte años a un déficit doble (el de los presupuestos públicos y de las cuentas externas), en el cual los Estados Unidos tienen el privilegio, pero cuyas consecuencias son mundiales.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> El capítulo de Robert Guttman plantea todavía otros interrogantes relativos a la moneda: la evolución de las características mismas de la moneda, en un contexto determinado tanto por una cierta modificación de relaciones entre las principales potencias industriales y financieras como por importantes cambios tecnológicos (la informática, la cibernética, la red Internet, etc.), parece comprometer cualquier intento tendiente a favorecer la estabilidad macroeconómica mínima exigida por la acumulación. La administración de la moneda según este objetivo ¿no se ha vuelto más difícil aún de lo que ha sido desde el paso a los cambios flexibles?

¿No es tiempo de romper la trampa en la que quedaron encerrados los gobiernos, en gran parte por sus propios actos, al transferir a los capitales financieros tenedores de la deuda pública y beneficiarios de un régimen de tasas de interés reales positivas convertido en permanente, una parte significativa del producto nacional (¡20% de los gastos presupuestarios, 3% a 5% del PIB!)? Este estado de las cosas ¿no conduce a los países de la OCDE, por no referirnos a otros, a dejarse atrapar en un engranaje infernal en el cual conseguir ahorros presupuestarios en nombre del equilibrio y de la austeridad, los hunde en la depresión por el efecto acumulativo interno y externo?

La prensa francesa se ocupa con frecuencia del buen desempeño norteamericano, especialmente en materia de empleo. Aun cuando esta euforia no sea compartida por numerosos economistas norteamericanos, admitamos que, en el marasmo general de los países de la OCDE, hay una "excepción norteamericana", pero aceptemos también que es necesario relacionarla con el carácter jerárquico de la economía mundial, en primer lugar en el ámbito monetario y financiero. El mejoramiento relativo de su déficit externo ¿no se debe a los márgenes de maniobra especiales de que disponen los Estados Unidos en materia de "devaluación competitiva", como consecuencia del papel que tiene todavía el dólar en la economía mundial? La prosperidad de la que disfrutaban ciertos sectores de la economía y de la sociedad norteamericanas ¿no se deberá demasiado a la fuerza y a la dimensión del sector financiero norteamericano y a los efectos en cascada únicos, de los que ciertas empresas y ciertos grupos sociales norteamericanos son los beneficiarios principales, si no exclusivos? Estamos pensando, por supuesto, en las empresas que han emprendido actividades en las telecomunicaciones y los medios masivos de difusión, así como en los grupos sociales que se benefician directa o indirectamente del papel que desempeñan los Estados Unidos como centro financiero mundial.

Las transformaciones que se llevan a cabo desde hace quince años en las condiciones de remuneración, de contratación y de trabajo de los trabajadores (*la relación salarial* de la teoría de la regulación), con la generalización de los contratos precarios, la subordinación a la necesidad de flexibilidad de las firmas, la caída relativa de los salarios, todo esto apoyado en un desempleo que, o bien es alto, o bien está en crecimiento después de haber sido inexistente (Japón), ¿pueden atribuirse solamente a los efectos del cambio tecnológico, o tendrán también

un vínculo con el peso creciente de las finanzas y las exigencias de las nuevas instituciones financieras no bancarias?

En relación a tales cuestiones este libro quisiera presentar tantos elementos fácticos como sea posible pero también y, principalmente, hilos conductores analíticos y pistas para la reflexión. Éstos últimos organizados por la idea de que no estamos en presencia de elementos y problemas dispersos, sino de datos que "*forman un sistema*" y que traducen un nuevo conjunto de relaciones económicas y políticas.

## Cómo se articulan las siete contribuciones

En el resto de este capítulo introductorio se establece el marco cronológico de la implementación del sistema de finanzas de mercado mundializado. Luego viene la contribución de Suzanne de Brunhoff, que apunta a la inestabilidad monetaria internacional existente desde el fin del sistema de Bretton Woods, en 1971, y la adopción de los cambios flexibles en 1973. Después de una reflexión teórica sobre los tipos de cambio y la moneda internacional, la autora examina el papel respectivo de los factores financieros y políticos en el establecimiento de las relaciones entre las monedas desde la época del patrón oro hasta el período actual. En este capítulo se acuerda una atención especial al lugar que mantiene el dólar como moneda internacional, a pesar de los cambios ocurridos desde hace treinta años en las relaciones entre las economías capitalistas más grandes. El capítulo termina con un análisis de los obstáculos a los que se enfrentan los diferentes proyectos de reforma del sistema cambiario.

Las causas y las consecuencias del giro neoliberal y monetarista producido en 1979-1980, del que resultan la liberalización, la desregulación y la mundialización financieras constituyen el objeto de los dos capítulos siguientes. El trabajo de Robert Guttman está centrado principalmente en los Estados Unidos, cuyo lugar en la jerarquía de los sistemas financieros ya se ha explicado. El de Dominique Plihon apunta sobre todo a Francia y a Europa. La hipótesis expuesta por este último es que "las políticas públicas tienen una responsabilidad de primer nivel en los cambios recientes que han desestabilizado a la economía mundial". Robert Guttman es menos severo con los gobiernos y pone el acento sobre todo en los callejones sin salida a los que había llegado el modo de regulación fordista en la segunda mitad de los años 1970. Él se interesa, por

otro lado, en las propias formas de la moneda y se interroga largamente sobre la naturaleza de las mutaciones que sufrió hace treinta años. Ambos autores esbozan los contornos de un nuevo régimen de acumulación, cuyo funcionamiento está fuertemente dominado por el nivel de endeudamiento de los países en relación al capital financiero y la permanencia de tasas de interés reales positivas que de él resultan, y por los medios de los que disponen los grandes operadores —a través de los mercados financieros— para tener influencia sobre las políticas económicas. Los autores defienden la necesidad de políticas públicas y, por lo tanto, ambos le acuerdan una gran atención a las modalidades de intervención de que siempre disponen los Estados (en particular los Estados Unidos) para intentar controlar los efectos de la mundialización de los mercados y de la dominación de las finanzas.

Las instituciones financieras que más se han beneficiado con el paso a las finanzas de mercado, con la liberalización y la desregulación, han sido los fondos de pensión y las sociedades de inversiones colectivas (los *mutual funds*), cuyo monto de activos sobrepasa desde entonces, por mucho, al de todos los otros intervinientes en el sistema financiero mundial. Richard Farnetti dedicó el capítulo 5 a estos fondos. Tomados globalmente, los papeles de la deuda pública representan cerca de un tercio del stock de los activos de los fondos y otro tercio tiene la forma de acciones que cotizan en Bolsa. Estos dos modos de colocación aseguran a los fondos la captación de un flujo de ingresos elevados. La situación jurídica de los *mutual funds* los autoriza a una diversidad todavía más grande en las colocaciones (en particular fuera de su país de origen), así como a un ejercicio casi sin restricciones de la “preferencia por la liquidez” en el sentido de Keynes, con todas las consecuencias que ésta trae consigo. Por otra parte, la presencia de los fondos como “accionistas de referencia” tiene también el efecto de cambiar drásticamente las relaciones en el seno de las empresas, por medio de la puesta en práctica de los nuevos principios del *corporate governance*.

En el sexto capítulo Claude Serfati describe el comportamiento de los grandes grupos industriales en el nuevo contexto de mundialización financiera. La constitución de los mercados de obligaciones y la desregulación les permitieron acceder directamente a los mercados financieros para colocar allí sus títulos a corto y mediano plazo sin intermediarios bancarios. Pero también disponen de capitales líquidos y de una experiencia que les permiten transformarse en operadores financieros de pleno derecho y de primer nivel, aprovechando así las oportunidades

ofrecidas de lograr ganancias puramente financieras (pero también, a veces, pérdidas resonantes) en los mercados cambiarios o de productos derivados. Resultan de esto múltiples consecuencias sobre la organización interna y la gestión de los grandes grupos (influencia creciente de las direcciones financieras) y sobre sus opciones de inversión. El análisis del autor se refiere esencialmente a los grupos franceses, pero tiene un alcance general que viene a completar y a reforzar los importantes elementos suministrados por Robert Guttman en su capítulo sobre la financierización de los grupos industriales norteamericanos.

En el séptimo capítulo, se pasa con Pierre Salama al análisis de los impactos crecientes de la financierización sobre las economías más importantes de América Latina, luego de la adhesión, al principio de los años 1990, de Argentina y México, y después de Brasil, al nuevo régimen de finanzas de mercado internacionalizado. Algunas de las teorías neoliberales más influyentes son examinadas cuidadosamente en su justificación del régimen de tasas de interés reales fuertemente positivas. La crisis mexicana vino a ilustrar adónde conducen, en el caso de una economía vulnerable y dependiente, la liberalización del mercado financiero así como la titularización de la deuda pública según el modelo norteamericano. Pero Pierre Salama muestra que los efectos económicos y sociales del nuevo régimen de finanzas de mercado se extienden mucho más allá de la esfera financiera. Ellos afectan al conjunto de los mecanismos que gobiernan la explotación de la mano de obra (flexibilidad salarial, y duración e intensidad del trabajo) así como a la distribución de los ingresos. Al examinar las economías semiindustrializadas latinoamericanas se puede ver, dice el autor, “lo que se está bosquejando en numerosos países desarrollados”.

En el último capítulo François Chesnais se interesa por los shocks y los sobresaltos financieros así como por las crisis financieras auténticas que han seguido a los procesos de liberalización y de mundialización financieros. Según el autor, se trataría de shocks financieros propios de una configuración dada del capitalismo, cuyos rasgos originales estarían explicados por las nuevas nociones de “fragilidad financiera” y de “riesgo sistémico” empleadas ahora por los especialistas de las finanzas. El examen de los rasgos particulares de este “modo de acumulación financierizado mundial”, al que se agregan los efectos del carácter “desigual” e “imperfecto” de la mundialización financiera, permite formular una serie de hipótesis en cuanto a las fuentes y las formas de fragilidad sistémica que podrían ser las más típicas de la economía liberal mundializada.

Seguidamente se analizan tres crisis –o episodios de fragilidad acentuados– que ilustran los riesgos propios de las finanzas de mercado mundializadas: el crack de 1987 en Wall Street, su administración por la Fed y sus prolongaciones; la fragilización de los bancos, la crisis inmobiliaria y los rasgos específicos de la recesión de 1990-1991; finalmente, la crisis mexicana de 1994-1995. El autor recuerda la amplitud de los medios aplicados para contener los efectos de los shocks más severos de la última década, especialmente en Estados Unidos. Gracias a los mecanismos de intervención federales contruidos sobre la base de las instituciones legadas por las reformas de los años 1930 y de los años 1940-1950, y todavía reforzados en años recientes, la fragilidad sistémica creciente no desembocó en una crisis muy grande. A la luz de los capítulos 3 y 8 es posible, sin embargo, formular la hipótesis de una acumulación de factores de vulnerabilidad sistémica. Estos factores incluirían el conjunto de efectos que resultan de la formación de una masa elevada de capital ficticio en el sentido de Marx;<sup>3</sup> los remanentes de los shocks sucesivos que los sistemas financieros vienen absorbiendo desde hace quince años; y, finalmente, las consecuencias que se originan en el debilitamiento de los medios de intervención pública en el plano nacional, sin un desarrollo correspondiente de instrumentos en el plano internacional.

### Etapas de la liberalización y de la mundialización financieras

Todas las contribuciones evocan una u otra fase de la mundialización financiera, o varias de ellas, sin que ninguna proponga una cronología sistemática. A fin de facilitar el trabajo del lector, parece útil presentar aquí una periodización de conjunto. Sobre la base de los elementos disponibles, se pueden distinguir ya tres grandes fases de un proceso que está en evolución continua. Ese es el sentido del cuadro 1, que propone una caracterización general de cada etapa y una presentación de las medidas más notables.

<sup>3</sup> Véanse más adelante los capítulos de Guttman y de Chesnais para una discusión de esta noción. Digamos simplemente que el término bastante poco habitual que se utiliza para estimar el monto de las operaciones con "productos derivados", a saber su monto (o valor) "teórico (o ficticio, o de referencia) (*notionnel*)", traduce bien el hecho de que se trata de operaciones de capital ficticio, en cadenas de créditos y de deudas que no tienen ninguna realidad fuera de la esfera financiera.

Cuadro 1  
Las tres etapas del surgimiento de las finanzas de mercado mundializadas: caracterización general y medidas más relevantes

1960-1979	1980-1985	1986-1995
Internacionalización financiera "indirecta" de sistemas nacionales compartimentados. Evolución de EE.UU. hacia las finanzas de mercado.	Paso simultáneo a las finanzas de mercado y a la interconexión de los sistemas nacionales por la liberalización financiera.	Acentuación de la interconexión, extensión del arbitraje e incorporación de los "mercados emergentes" del Tercer Mundo.
Formación en los EE.UU. de mercados de títulos de créditos (obligaciones negociables) utilizados principalmente por los bancos. Formación de mercados de eurodólares como en <i>off-shore</i> . Disgregación y liquidación del sistema de Bretton-Woods (1966-1971). Fin de la reglamentación del crédito en el Reino Unido (1971). Paso hacia los cambios flexibles (1973) y primer auge de los mercados cambiarios. Quiebra del banco Herstatt, inicio de los trabajos sobre normas prudenciales en el BPI. Expansión acelerada del mercado de eurodólares, reciclaje de los petrodólares, préstamos bancarios sindicados. Internacionalización acelerada de los bancos norteamericanos (incluso bajo la forma de préstamos no sindicados y de créditos internacionales). Inicio del endeudamiento del Tercer Mundo. Aparición de mercados derivados (futuros y opciones) de las monedas y de las tasas de interés.	Inicio del monetarismo en los EE.UU. y en el Reino Unido. Liberalización de los movimientos de capitales. Liberalización de las tasas de interés. T titularización de la deuda pública Expansión rápida de los mercados de obligaciones. Políticas monetarias de atracción de los prestamistas extranjeros. Arbitraje internacional de los mercados de obligaciones. Inicio de la desintermediación de la demanda privada de liquidez de los grupos industriales y de las instituciones financieras. Crecimiento muy rápido de los activos de los fondos de pensión y de los <i>mutual funds</i> . Crecimiento muy rápido de los productos derivados. Expansión internacional de las operaciones de los fondos de pensión y de los <i>mutual funds</i> . <i>Junk bonds</i> e instrumentos que hacen de palanca en los mercados de títulos de las propiedades de las empresas en Nueva York y en Londres.	"Big-bang" en la City. Liberalización y desregulación de los mercados de acciones. Explosión de las transacciones en los mercados cambiarios. Liberalización y desregulación de los mercados de materias primas. Crecimiento rápido de los mercados derivados de materias primas. Explosión de los productos derivados. Aceleración del crecimiento de los mercados de obligaciones. A partir de 1990, inicio de la liberalización y de la desregulación de los mercados de obligaciones y bursátiles de los NPI y países del Tercer Mundo. Extensión fuera de la zona OCDE del régimen de finanzas directas y de la titularización de la deuda pública. Discusiones sobre la extensión del papel del FMI (1995) luego de la crisis mexicana.

Fuente: elaboración propia del autor.

### La etapa de la internacionalización financiera "indirecta"

La primera etapa del camino hacia la mundialización financiera actual se remonta a los años 1960. En ella puede verse la coexistencia de sistemas monetarios y financieros compartimentados, caracterizados todavía de manera dominante (aunque no exclusiva, especialmente en el caso de los Estados Unidos) por el sistema de las finanzas administradas, y de una internacionalización financiera limitada. Este sistema estaba asegurado por el mercado de los eurodólares, que se formó de modo paralelo -y por así decir "externo"- a los sistemas financieros nacionales. Este nuevo mercado se constituyó con el acuerdo de las autoridades financieras británicas, ya que su base fue la plaza de Londres, pero todos los gobiernos sacaron provecho, bajo la forma de una reserva de liquidez suplementaria. Por entonces, los bancos seguían siendo las instituciones financieras dominantes, tanto en el plano nacional como internacional, ya que el mercado de los eurodólares es un mercado interbancario referido a montos elevados [Bourguinat, 1992].

Fue también a fines de los años 1960 cuando las grandes crisis cambiarias (contra la libra esterlina, después contra el dólar "sobreevaluado") marcaron el retorno con toda potencia de las finanzas especulativas (en parte con el favor del mercado de los eurodólares) y se anunció el fin del régimen de cambios fijos. El conjunto de estos elementos marca el fin de la larga fase de acumulación ininterrumpida de los "treinta años gloriosos", el momento en que las contradicciones nacidas durante esta fase llegan a su madurez.

La abrogación del sistema de Bretton Woods, decretada unilateralmente por los Estados Unidos en agosto de 1971, fue decidida en respuesta a problemas que le eran propios, en cuyo centro se situaba el nivel de su doble déficit: presupuestario y comercial. Las causas son examinadas tanto por Suzanne de Brunhoff como por Robert Guttman. Este último aborda el análisis no sólo desde el punto de vista internacional, sino también a partir de los problemas internos propios de los Estados Unidos. La abrogación del sistema de Bretton Woods puso fin a la unión del dólar con el oro y abrió inmediatamente el camino al sistema llamado de "tipos de cambio flexibles", estudiado por Suzanne de Brunhoff en su capítulo. La adopción de los tipos de cambio flexibles fue el punto de partida de una inestabilidad monetaria crónica, que hizo del mercado de cambios el primer segmento de los mercados financieros que entró en la mundialización financiera con-

temporánea, y uno de aquellos (véase cuadro 2) en los cuales una parte particularmente elevada de los activos financieros busca valorizarse preservando un grado máximo de liquidez.

Cuadro 2  
El crecimiento del stock de activos financieros de 1980 a 1992,  
en miles de millones de dólares estadounidenses y en porcentajes

Segmentos	1980 (1)		1991/1992		Tasa de crecimiento anual promedio en plazos reales
Divisas	4,839	43%	11,288	32%	1
Títulos internacionales	0,207	2%	1,465	4%	13
Títulos públicos	1,934	18%	8,707	25%	9
Títulos de empresas					
bancarias	0,487	9%	1,856	10%	7
No bancarias	0,489		1,844		7
Acciones	2,750	28%	10,323	29%	6
Total 10,706	→ 100%	35,483	→ 100%	→ 5	→

(1) Montos nominales reactualizados con los tipos de cambio de 1992.

Fuente: McKinsey, 1994.

### La etapa de la desregulación y liberalización financieras

La segunda fase del proceso de mundialización data de las decisiones tomadas en 1979 y 1981, después del nombramiento de Paul Volker a la cabeza de la Reserva Federal y de la llegada de Margaret Thatcher al poder. Las medidas decididas por los gobiernos norteamericano y británico dieron nacimiento al sistema contemporáneo de finanzas liberalizadas y mundializadas. Las medidas tomadas a partir de 1979 pusieron fin al control de los movimientos de capitales con el extranjero (salientes y entrantes), es decir que ellas liberalizaron, o mejor dicho, "liberalizaron hacia el exterior", los sistemas financieros nacionales. También incluyeron las primeras fases de un vasto movimiento de desregulación monetaria y financiera (que todavía no ha finalizado), cuya primera consecuencia fue conducir, desde comienzos de los años 1980, a una expansión muy rápida de los mercados de obligaciones interconectados internacionalmente. Es aquí donde se sitúa el punto de partida de los capítulos de Robert Guttman y de Dominique Plihon, en los cuales se analizan las causas del giro neoliberal y monetarista, así como las

etapas de su difusión a partir del foco norteamericano en los años 1980.

La formación de los mercados de obligaciones liberalizados respondió a las necesidades, o satisfizo los intereses, de dos grupos de actores importantes: los gobiernos y los grandes fondos de centralización del ahorro. Respondió, en primer lugar, a las necesidades de financiamiento de los déficits presupuestarios de los gobiernos de los países industrializados. La implementación de un mercado de obligaciones, fuertemente abierto a los inversores financieros extranjeros (o, en el caso de los Estados Unidos, la extensión de este mercado por la creación de mercados secundarios y su liberalización hacia el extranjero), permitió el financiamiento de los déficits presupuestarios por medio de la colocación de los bonos del Tesoro y otros papeles de la deuda en los mercados financieros. Algunos economistas norteamericanos se niegan a reconocer el papel clave de los Estados Unidos en el surgimiento del régimen de "dictadura de los acreedores" en tanto régimen de carácter mundial, afectando en uno u otro grado, directa o indirectamente, al conjunto de los países. En un debate público reciente (mayo de 1996) en San Pablo, Jeffrey Sachs, por ejemplo, prestó gran atención al hecho de que los Estados Unidos estén más próximos a los "criterios de Maastricht" en términos de relación de la deuda pública con el PIB que la mayoría de los países europeos. Presentar tal argumento equivale, por supuesto, a enterrar las condiciones de la génesis de la dictadura de los acreedores, pero equivale también a ocultar los efectos de dimensión (en términos absolutos) de la deuda norteamericana, con todas las consecuencias que tienen sobre la estructura de los flujos internacionales de capitales y los niveles de las tasas de interés. Según los datos del FMI, la deuda pública norteamericana representa por sí sola el 39% del total de la deuda pública de los países de la OCDE. El estudio McKinsey (1994, cuadro 4 del capítulo 5) llega a una cifra sensiblemente más elevada, estimando que la deuda norteamericana alcanzaría prácticamente el 50% del total de la deuda pública de la OCDE.

Los mercados públicos de obligaciones han llegado así a ser la "espinna dorsal" de los mercados internacionales de obligaciones -retomando la expresión del FMI [1994]-, el lugar donde se encuentra, como lo muestra el cuadro 2, alrededor del 30% de los activos financieros mundiales en busca de rendimientos estables y líquidos (la liquidez está asegurada por los mercados secundarios, donde los títulos son siempre negociables). Pero el cuadro 2 muestra también la parte elevada de los activos financieros

representados por divisas, a las cuales están referidas las operaciones de arbitraje y de especulación, cuyo teatro son los mercados cambiarios.

En el régimen de las finanzas de mercado (o finanzas "desintermediadas"), las instituciones dominantes ya no son más los bancos sino los mercados financieros y las organizaciones financieras no bancarias. Los bancos sufren precisamente la competencia de estas formas recientes de centralización y de concentración de un capital que opera casi exclusivamente en la esfera financiera: los fondos de pensión y los fondos comunes de inversión (los *mutual funds* y los organismos de colocación colectiva en valores mobiliarios u OPCVM), al lado de los cuales incluso los más grandes bancos parecen enanos. Son estos fondos los que se han beneficiado más directamente de las reformas constitutivas de la mundialización financiera y del paso a un financiamiento de los déficits presupuestarios de los países de la OCDE por medio de la colocación de títulos en los mercados financieros. No es por azar que el movimiento de liberalización y de desregulación financiera haya partido de los Estados Unidos, así como también del Reino Unido. Este último alberga a la City, que sigue siendo la segunda plaza financiera del mundo después de Wall Street, no tanto por su tamaño (Tokio es más importante) como por la variedad y sofisticación de los instrumentos de colocación de capitales. Pero el Reino Unido es también, inmediatamente después de los Estados Unidos, el país de origen de los más importantes fondos de pensión privados del mundo, como lo recuerda Richard Farnetti en el capítulo 5. En efecto, el crecimiento de la esfera financiera después de la liberalización y de la desregulación, tuvo también múltiples consecuencias en el comportamiento de los grandes grupos industriales, cuya financiarización comienza en esta fase, como lo muestra el sexto capítulo de Claude Serfati.

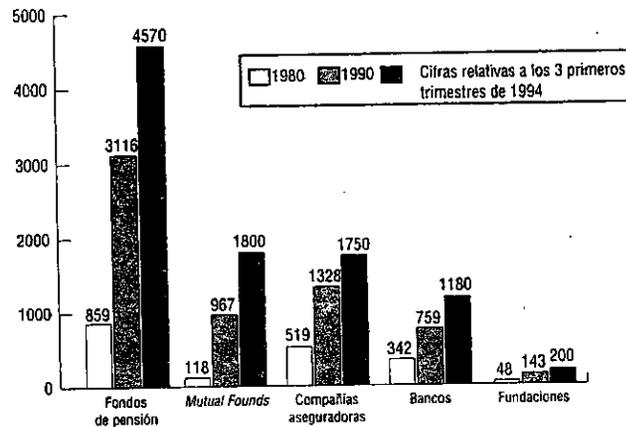
#### *La doble naturaleza de los fondos de pensión por capitalización*

La dimensión alcanzada por los activos financieros de los fondos, en relación a los montos en poder de las instituciones (grandes bancos y grandes sociedades de seguros) que nos habíamos habituado a considerar como las instituciones financieras más típicas y más poderosas, está bien ilustrada en el gráfico 2.

La caracterización económica de los fondos de pensión es compleja. Por un lado, son el resultado acumulado de cotizaciones sobre salarios y sueldos percibidas, y su objetivo declarado es asegurar a estos asalariados,

Gráfico 2

Evolución de los activos financieros por tipo de inversor de 1980 a 1994



Fuente: Mérioux y Marchand [1996, p. 269].

una vez jubilados, una pensión regular y estable. Se trata, entonces, de formas institucionales que centralizan un ahorro, nacidas con frecuencia de regímenes privados obligatorios de empresa, cuya fuente inicial proviene de ingresos salariales (en sentido amplio). Por otro lado, a partir del momento en que el monto del ahorro acumulado sobrepasa un determinado umbral, los fondos se ubican en la categoría de instituciones financieras no bancarias, cuya función es la de hacer fructificar un monto elevado de capital-dinero conservando su liquidez y maximizando su rendimiento. Al hacer esto se produce un cambio en la naturaleza económica de los fondos, cuyo alcance y consecuencias no pueden ya esquivarse. Los fondos dejan de ser la expresión de un ahorro modesto. Se convierten, como lo muestran los elementos reunidos por Richard Farnetti, en instituciones centrales del capital financiero, y ocupan los primeros lugares en las "finanzas especulativas", cuyo comportamiento analiza Dominique Plihon en la extensión del capítulo 12 de la *Teoría general* de Keynes.

### *La generalización del arbitraje y la incorporación de los "mercados emergentes"*

La liberalización y la desregulación de los mercados de acciones (los *stock exchanges*) siguieron a la de los mercados de obligaciones con un

tiempo de retraso. Recién en 1986 tuvo lugar en la City el "bing-bang", forzando a las demás plazas a acelerar sus procesos de liberalización. Este evento marca el comienzo de la tercera fase del proceso de mundialización financiera. La interconexión de los mercados de acciones sigue siendo, todavía hoy, menos importante que la de los mercados cambiarios y de obligaciones. Las caídas más o menos espectaculares de la cotización de las acciones que se producen en el conjunto de los mercados de acciones mundiales, cada vez que Wall Street se debilita o trastabilla, no traducen tanto una interconexión directa de las plazas como el mimetismo de las reacciones de los inversores. Los movimientos de contagio de una plaza financiera a otra expresan el extremo nerviosismo de los tenedores de los títulos, títulos de los cuales todos conocen, si no el carácter ficticio, por lo menos los niveles de capitalización totalmente irreales, anunciadores de cracks más o menos graves. En el caso de estos últimos mercados, la integración profunda resulta, por supuesto, de su liberalización, pero principalmente de las operaciones efectuadas día a día, incluso de hora en hora, en los departamentos de gestión financiera de los grandes operadores financieros. Varios capítulos muestran la especial importancia de los procedimientos de cruce del "precio" de las monedas y del nivel de las tasas de interés, así como de las decisiones de arbitraje y de especulación tomadas por los administradores de las más importantes carteras de activos. Todas estas decisiones tienen consecuencias considerables para las políticas macroeconómicas. En el caso de los países de industrialización reciente (los NPI) que poseen los mercados financieros llamados "emergentes", las consecuencias pueden ser de una amplitud particular.

La incorporación de los mercados emergentes, a partir del comienzo de los años 1990, representa la etapa más reciente de la mundialización financiera. Estos mercados deben distinguirse de las plazas financieras más viejas, como Hong Kong y Singapur. Estas últimas nacieron como proyecciones de la City londinense en el marco de la vieja zona de la esterlina. Han contribuido a la expansión e internacionalización de los mercados de eurodivisas en la fase inicial del proceso. Forman parte de la base institucional propiamente dicha de la mundialización financiera. Los mercados emergentes propiamente dichos pueden ser mercados financieros verdaderamente nuevos, como ocurre en algunos países de Asia y pronto en China. Pero en otros casos se trata de mercados financieros que tienen ya varias décadas de vida o, incluso, hasta cerca de un siglo (como en Argentina) que, desde la crisis de 1929,

han tenido un régimen de control estricto de los movimientos de capitales, sin titularización de su deuda pública, por supuesto. Los Estados Unidos, el FMI y sus aliados y representantes locales, formados en las universidades norteamericanas con el credo y las recetas neoliberales, actuaron todos para lograr la liberalización de los mercados financieros de los NPI (sólo Corea supo resistir, pero pronto será forzada a ceder), el paso a la titularización de la deuda pública y la formación en estos países de mercados de obligaciones domésticos interconectados con los mercados financieros de los países del centro del sistema. Por el momento, los mercados "emergentes" no han recibido, incluso antes de la crisis mexicana, más del 15% de los capitales mundiales en busca de colocación manteniendo un alto grado de liquidez [FMI, 1995]. Las colocaciones en obligaciones superan por mucho, desde hace tiempo, a las colocaciones en la Bolsa, en la mayor parte de esos países nuevos. Estas son las consecuencias de la creación de tales mercados que son examinadas por Pierre Salama en el capítulo séptimo.

También de la tercera fase data la sucesión de shocks y de sobresaltos financieros que se presentan como una componente profunda del modo de funcionamiento del sistema mundializado de finanzas directas, en el cual los mercados son la institución principal y las burbujas especulativas una componente más de la vida económica. La enumeración de los sucesivos shocks, a los cuales está dedicado el último capítulo de François Chesnais, es impresionante. La lista comienza con el crack bursátil de Wall Street en 1987, que pudo ser contenido a último momento. Dos años más tarde fue seguido por el hundimiento del mercado de los *junk bonds* ("bonos basura"), anunciador del derrumbe de la burbuja especulativa en el sector inmobiliario. Éste provocó, a su vez, la quiebra o casi quiebra en 1990-1991 de numerosos bancos o instituciones financieras en varios países, especialmente en Japón, luego de la quiebra de las cajas de ahorro privadas en los Estados Unidos. El episodio siguiente, en agosto y septiembre de 1992, permitió ver la especulación masiva contra la mayoría de las monedas integradas en el seno del sistema monetario europeo, con pérdidas muy importantes de reservas por parte de los bancos centrales y, para varias monedas, la obligación de devaluar fuertemente y dejar el SME. La especulación contra algunas monedas volvió a producirse en 1993. Se asistió luego, en febrero y marzo de 1994, a turbulencias importantes en el mercado norteamericano de obligaciones. Después se produjo la crisis mexicana de fines de 1994 y comienzos de 1995, seguida de la amenaza de contagio hacia los "mercados emergen-

tes" de Argentina y Brasil; la quiebra a fines de febrero de 1995 del banco Barings, después de operaciones en los mercados de productos derivados; y finalmente, como consecuencia de la crisis mexicana, la caída particularmente fuerte del tipo de cambio del dólar entre marzo, abril y mayo de 1995.

### ¿Serán irreversibles los engranajes actuales?

Uno oye decir corrientemente, en especial por personas que no pueden tener su opinión sino de segunda mano, que la mundialización financiera tendría un carácter "irreversible", que muchos de sus efectos serían "ineluctables", y que no habría ninguna otra alternativa más que adaptarse, tanto para lo mejor como para lo peor. Muchos de los encadenamientos entre las finanzas, las políticas económicas actuales y el nivel de la producción y del empleo, que se analizan en diferentes capítulos de este libro, tienen ciertamente un carácter *mecánico*, en el sentido de que algunos dispositivos clave (por ejemplo, la tasa de crecimiento de las tasas de interés reales es superior a la del PIB) producen efectos acumulativos y retroactivos previsibles y difíciles de evitar cuando nos rehusamos a cuestionar ciertos postulados. Pero el empleo de los términos "irreversible" o "ineluctable" puede ser interpretado de otro modo. Decir que el dominio de las finanzas, bajo la forma de la mundialización financiera, sería "irreversible" ¿no equivale a sostener que hay que aceptar como natural la "dictadura de los acreedores" [Fitoussi, 1995]? ¿Y un régimen de tasas de interés reales positivas con transferencia de riquezas en detrimento de los salarios, e incluso de las ganancias no financieras, como algo que debe durar toda la eternidad?

Declarar que la hipertrofia financiera y su cortejo de males serían "irreversibles" es caer en una forma bien sospechosa de determinismo histórico. En el sentido más fuerte, se trataría de atribuir a procesos sociales, productos de la actividad humana, un *status* análogo al de las evoluciones biológicas. Para algunos, recurrir a la idea de "irreversibilidad", con frecuencia acompañada de un llamado al "realismo", siempre ha equivalido a una posición de justificación del orden establecido ("el orden natural de las cosas"). Para otros, esta idea ha traducido una sumisión resignada frente a las relaciones económicas y políticas de las que no parecería fácil liberarse en un momento en que no hay salidas o alternativas claras.

En el dominio financiero, recurrir a la idea de "irreversibilidad" tiene un carácter incongruente. Una mirada rápida sobre la historia financiera del siglo XX permite convencerse de ello. Hacia 1913, el grado de mundialización financiera alcanzado en el marco de la internacionalización de la época, gracias a la libertad de movimiento de los capitales que aseguraba el patrón oro, y a la libertad de los intercambios, en un sistema garantizado por un conjunto de tratados sobre el comercio y la inversión, parecía un hecho "irreversible". Pero sabemos en qué se ha transformado. En los años 1920, la omnipotencia de los mercados financieros, especialmente bursátiles, y su pretensión de orientar la economía parecían igualmente "irreversibles". En los Estados Unidos, a fines de 1928 y comienzos de 1929, el presidente Coolidge no dejaba de reprender a todos los que expresaban algunas preocupaciones tanto en relación al nivel alcanzado por la burbuja especulativa en Wall Street como en relación a las consecuencias de esta dominación de las finanzas sobre la distribución y la orientación de la inversión. Sin embargo, en sólo algunos años, luego de una tormenta económica, política y militar mundial, a la cual las consecuencias de las finanzas de mercado no eran ajenas, nació un sistema de finanzas administradas, en el que las actividades bancarias y financieras eran supervisadas con mucho celo por los gobiernos.

"El proceso de dominación de los mercados financieros puede y debe ser invertido": el vigor de la expresión utilizada por Robert Boyer y Daniel Drache [1996, p. 15] es lo suficientemente raro hoy como para merecer ser resaltado. Los diferentes autores de este libro comparten una convicción análoga, así como una actitud crítica respecto de las certidumbres teóricas neoliberales y de sus consecuencias en el plano económico, social y político. Todos piensan que no hay ni fatalidad económica ni situación que sea independiente de modificaciones en las relaciones sociales y que no pueda ser resuelta por políticas correctivas más o menos drásticas. A partir de un esfuerzo común de caracterización de las relaciones sistémicas que parecen desprenderse de los datos que se han reunido, algunos capítulos (especialmente el 3 y el 4) examinan los márgenes de maniobra que se ofrecen actualmente para la definición y la puesta en práctica de tales políticas. Al final de su capítulo, Robert Guttman se pregunta, sin embargo, si una crisis financiera de gran amplitud (cuyas posibles variantes se estudian en el capítulo 8) no es la condición previa. Si el movimiento social preparara el terreno más clara y profundamente de lo que había comenzado a ha-

cerlo en Francia en diciembre de 1995, "lo impensable" podría ser también pensado en el ámbito económico –un cuestionamiento del carácter sacrosanto de la deuda pública, por ejemplo, cuya aceptación es la piedra angular del dominio de las finanzas– a igual título que en todas las otras esferas de la vida social.