

Crisis financieras

mundiales: lecciones del pasado
y consecuencias para América
Latina (siglos XIX, XX y XXI)

© 2010, Universidad de los Andes
Facultad de Administración
Cátedra Corona

Comité de Investigaciones y Publicaciones
Facultad de Administración

Francisco Azuero
Director

María Lorena Gutiérrez
Decana

Elvira Salgado Consuegra
Profesora asociada

Diana Vesga Fajardo
Directora administrativa y financiera

Carlos Dávila L. de Guevara
Profesor titular

Manuel Rodríguez Becerra
Profesor titular

Clemente Forero Pineda
Profesor titular

Carlos Pombo Vejarano
Profesor asociado

Lina María Moros
Asistente graduada

Piedad Salgado Camacho
Coordinadora administrativa

Calle 21 No. 1 - 20, Edificio S. D., piso 7, Bogotá, D. C.
Tels. 3324555 Fax: 3324551

WEB: <http://administracion.uniandes.edu.co/publicaciones>

Edición, armada electrónica y prensa:
Proceditor
proceditor@etb.net.co

ISSN: 1657-477X

Primera edición
Bogotá, D. C., marzo de 2010.

Prólogo

La serie Cátedra Corona incluye algunas de las presentaciones de profesores extranjeros de reconocida trayectoria en la comunidad académica internacional que visitan la Facultad de Administración de la Universidad de los Andes por un período corto de tiempo, gracias a los fondos donados por la Organización Corona en 1996 para financiar la cátedra que lleva este nombre.

A lo largo de estos años, el programa Visitantes Distinguidos Cátedra Corona ha permitido obtener un valioso intercambio de experiencias investigativas y docentes de carácter renovador y estimulante en la labor académica de la Facultad. Así mismo, ha fortalecido las vinculaciones con la comunidad académica internacional en las diferentes áreas de la administración y ha recibido retroalimentación sobre su orientación, problemas y planes futuros.

El trabajo desarrollado por los profesores invitados es planeado por el área respectiva de la Facultad, de manera que constituya el inicio de relaciones de largo plazo, mediante proyectos de investigación conjuntos y períodos más extensos como profesores visitantes.

El programa también promueve el viaje de profesores de la Facultad a instituciones académicas extranjeras para fortalecer las líneas investigativas de la Facultad y para que éstos creen relaciones de largo plazo con colegas en aquellas instituciones.

Con más de ciento cincuenta investigadores provenientes de diferentes universidades norteamericanas, europeas, asiáticas, australianas y latinoamericanas en países como Estados Unidos, Francia, Inglaterra, España, China, India, Australia, Argentina Brasil, México y Venezuela, esta serie de publicaciones es el testimonio editorial de su valioso aporte. Este decimoquinto número presenta la conferencia Crisis financieras mundiales: lecciones del pasado y consecuencias para América Latina (siglos XIX, XX y XXI), del profesor Carlos Marichal, preparada para el Seminario de Profesores.

*Comité de Publicaciones
Marzo de 2010*

Contenido

	Prólogo	iii
	Introducción	1
I.	Teorías financieras, ciclos económicos y análisis histórico	7
II.	¿La primera crisis financiera mundial? El efecto extendido del pánico de 1873	13
III.	¿El patrón oro proporcionó una arquitectura financiera internacional?	19
IV.	El fin del capitalismo clásico: el desastre de 1929 y la Gran Depresión del decenio del treinta	25
V.	La nueva arquitectura financiera internacional después de Bretton Woods (1944)	31
VI.	Crisis de la deuda latinoamericana en el decenio del ochenta	39
VII.	Crisis de los mercados emergentes, 1995-2001	43
VIII.	Propuestas políticas para analizar las finanzas globales	47
	Referencias	51

Introducción

Este trabajo propone un marco histórico y teórico general para explorar la secuencia de las principales crisis financieras en el último siglo y medio. Se combina este enfoque de la historia global con el análisis de los ciclos de endeudamiento de las naciones latinoamericanas desde la primera época de la internacionalización financiera (1870-1914) hasta la segunda y más reciente etapa de las finanzas globales (1970-2008). Se acompaña esta discusión con comentarios sobre la naturaleza de la cambiante arquitectura financiera internacional en las diferentes fases del capitalismo desde finales del siglo XIX hasta hoy.

La primera hipótesis sostiene que dada la profundidad y amplitud de la devastadora crisis financiera que estalló a finales de 2008, es importante llamar la atención sobre antecedentes históricos y revisar con cuidado, de nuevo, la bibliografía clásica sobre los ciclos económicos. Más específicamente, se sostiene que es de gran utilidad distinguir entre crisis financieras *mayores* y *menores*, ya que el efecto de las primeras puede llegar a ser de carácter mundial y provocar depresiones o recesiones realmente mayúsculas. La segunda hipótesis sostiene que cada una de las crisis mayores suele desembocar en un cambio del régimen monetario y financiero internacional. El trabajo se basa en una amplia literatura que ha analizado esta vinculación, pero queda abierta la pregunta si la actual crisis financiera de 2008-2009 desembocará en reformas trascendentales o si, al contrario, no se avanzará en esta dirección por la oposición de los enormemente poderosos bancos globales de nuestra época.

Se plantea que el fracaso de la mayoría de los economistas contemporáneos de universidades y bancos

centrales y privados en predecir el colapso de 2008 sugiere que hay serias fallas en las formas en que este gremio mira y analiza los mercados financieros. En particular, la mayoría de los economistas (en los sectores público y privado) dejan de lado una perspectiva de largo plazo y, por consiguiente, carecen de una conciencia adecuada de la importancia del enfoque histórico y de las múltiples aportaciones de diversas escuelas económicas al análisis de ciclos y crisis. Es factible pensar que ello se debe en parte a que estas aportaciones han sido ignoradas en la mayoría de los cursos universitarios de economía durante los últimos decenios.

Como es bien conocido, hasta el decenio del treinta del siglo pasado las crisis financieras eran entendidas en términos de ciclos del capitalismo clásico, tal como se observa en la vasta bibliografía sobre ciclos económicos desarrollada por muchos autores como Clement Juglar, Nicolai Kondratiev, Wesley Mitchell y Joseph Schumpeter, entre otros. Sin embargo, desde el decenio del sesenta, la profesión económica ignoró cada vez más las contribuciones de esta importante tradición analítica y empírica. En ese tiempo, la mayoría de los economistas perdieron interés en la perspectiva histórica en cuanto a las finanzas, y muchos argumentaron que los antiguos ciclos económicos llegaron a su fin después de Bretton Woods (1944), bajo el aparente supuesto de que las crisis mayores eran improbables en el futuro. Sin embargo, la explosión de la crisis de la deuda en América Latina en el decenio del ochenta llevó a un considerable número de economistas a enfocar de nuevo su atención en las finanzas internacionales y a revisar la historia bancaria y monetaria para analizar las crisis pasadas, en particular, la catástrofe de 1929 y la Gran Depresión¹.

No obstante, ese interés en explicar las tendencias financieras en el largo plazo fue completamente eclipsado en el decenio del noventa por la fascinación con la dinámica, volatilidad y efectos de la liberalización de las finanzas globales. La literatura producida por economistas en el ámbito académico y en los departamentos de investigación

¹ Ejemplos bien conocidos son Bernanke (2000), Romer (1997), Eichengreen (1992, 1996, 2002) y Bordo (1997, 1998).

de los bancos creció exponencialmente y los estudiosos prestaron considerable atención a las crisis financieras en Asia y Latinoamérica en el último decenio del siglo xx. Sin embargo, la mayor parte de los nuevos estudios no solían distinguir entre crisis financieras *mayores* y *menores*. Este hecho se observa, incluso, en el extenso y sugestivo documento de Reinhart y Rogoff (2008), en el que afirman que su revisión histórica muestra que “la reciente crisis financiera sub-prime de Estados Unidos difícilmente es única”. Dichos autores observaron que “las crisis con frecuencia emanan de los centros financieros y se transmiten a través [*sic*] de *shocks* de tasas de interés y colapsos en los precios de las materias primas [*commodities*]”; pero, sorprendentemente, su revisión no tomó en cuenta el punto esencial de que existen diferencias significativas en las dimensiones y consecuencias de los cataclismos financieros mayores.

Ya se sabe que la crisis que estalló en el otoño de 2008 se considera de escala mayor, incluso mayor que cualquier otra desde 1930. Pese a las señales de recuperación del segundo semestre de 2009, las consecuencias más duraderas del colapso no desaparecerán rápidamente, incluso tasas altas de desempleo y subidas enormes del endeudamiento público en los Estados Unidos, Europa y Japón, y aumentos menores en otros países. Por otra parte, también se argumenta en este ensayo que estudiar las crisis mayores permite entender mejor la historia de los *principales cambios* en los marcos institucionales de los mercados financieros y de los sistemas monetarios, tanto nacionales como internacionales. Este planteamiento es importante en un momento en que se discute ampliamente la posibilidad de reformar la arquitectura financiera internacional. Por ello es necesario hacer grandes preguntas como: ¿cuáles han sido los principales cambios en los regímenes monetarios y financieros en el último siglo? ¿Dichos cambios se producen regular o sistemáticamente, o tienden a ser resultado de unos pocos colapsos financieros globales? La reciente bibliografía de una generación de economistas interesados en la historia financiera y de varias escuelas de historiadores económicos ha abierto vetas importantes para explorar y comprender esas transformaciones y por ello se remite al lector a nuestra bibliografía selecta al final del ensayo.

Los primeros interrogantes que se plantean se refieren a la naturaleza de los regímenes monetarios y el efecto de las diversas crisis sobre ellos. Antes de 1929, el patrón oro fue el aspecto más significativo de una incipiente "arquitectura financiera internacional", tal como lo sugiere gran parte de la literatura de la historia financiera. En la práctica, antes de 1944 no existían instituciones financieras multilaterales y había pocas reglas formales sobre el manejo de las transacciones financieras internacionales. Lo cual se reflejó en numerosas crisis financieras, particularmente en el decenio de 1920, durante el cual existió relativamente poca cooperación entre los bancos centrales o los ministerios de hacienda de las naciones más poderosas. Ésta era de globalización temprana; el *laissez-faire* (dejar hacer) en realidad dominó, pero la crisis de 1929 y la Gran Depresión destruyeron ese orden financiero existente. En contraste, después de la Segunda Guerra Mundial y los acuerdos financieros y monetarios ratificados en Bretton Woods (1944), es posible hablar de una nueva era del capitalismo en la que hubo mayor regulación de las finanzas, tanto nacional como internacionalmente. Los textos sobre historia económica habitualmente se refieren al período de la posguerra como la "era dorada" de la expansión económica. En efecto, fue una época en la que se produjeron muy escasos pánicos bancarios y pocas fuertes crisis económicas, que se caracterizó además por tendencias de crecimiento más estables y sostenidas a escala mundial por varios decenios.

Sin embargo, el sistema financiero que ha llegado a ser conocido como Bretton Woods I llegó a su fin en 1971, después que Nixon y las autoridades estadounidenses abandonaron el patrón dólar-oro. La estabilidad monetaria y financiera se redujo sustancialmente al tiempo que los flujos de capital a escala internacional aumentaron, lo cual era una clara señal de un nuevo proceso de globalización financiera. En este ensayo se argumenta que algunos aspectos importantes de la nueva dinámica financiera se pueden percibir en los ciclos de la deuda externa en América Latina con auge en el decenio del setenta, seguidos por moratorias y crisis en el siguiente. Según Barry Eichengreen y Albert Fishlow, las finanzas internacionales (y en especial de los flujos de capitales) durante el siglo XIX y hasta 1929 se caracterizaron de manera central por

el negocio de compraventa de bonos en los principales mercados de capitales del mundo. Después de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, dichos flujos de capitales fueron bastante reducidos, pero hacia el decenio de 1960 comenzaron a renovarse lentamente. En cambio, desde principios del decenio del setenta se intensificaron los volúmenes de los flujos internacionales de capitales y pudo observarse el predominio de los bancos internacionales en el manejo de *finanzas globales*: los bancos más grandes de los Estados Unidos, Europa y Japón comenzaron a impulsar movimientos enormes de fondos, en muchos casos de petrodólares reciclados. Es posible argumentar que en ese momento empezó la era contemporánea de la *globalización financiera*, aunque en el decenio del ochenta adquirió características nuevas y más complejas.

Al par que crecía en importancia la nueva inversión de cartera en tal decenio, aumentó el papel de una nueva serie de intermediarios financieros, incluso de fondos de pensiones y fondos de inversión, proceso que de nuevo fue cambiando la gestión de las finanzas globales. Desde mediados de dicho decenio, el sector financiero y los mercados de capital en los Estados Unidos y Europa, especialmente, experimentaron una etapa de enorme expansión: en Londres, los orígenes de esta liberalización financiera se describieron como el *Big Bang*. Mientras que el esquema de la antigua arquitectura financiera de Bretton Woods I parecía estar todavía vigente, en la práctica ya se había disuelto. La enorme expansión no regulada de los mercados e instrumentos financieros llevó a sucesivas oleadas financieras y a una mayor especulación hasta el 2008, acompañada de una enorme acumulación de capital de parte de las elites internacionales y las firmas financieras.

Mientras muchos banqueros y economistas consideraban gran avance la liberalización de los mercados financieros, la nueva etapa de la creciente desregulación financiera global demostró ser enormemente costosa en términos de volatilidad para América Latina, a raíz del estallido de las crisis de las deudas externas desde 1982 en adelante, en Europa del Este y en muchos países de África. Las entradas y salidas masivas de capital llevaron a ciclos económicos abruptos y a crisis mayores en gran número de naciones, y en

el último decenio las crisis financieras se multiplicaron en Asia y Latinoamérica. La masiva crisis de 2008 ha puesto en evidencia los errores de la desregulación financiera global y la necesidad de poner en práctica una importante transformación en los próximos años para permitir un orden económico mundial más estable y justo. Pero ese reordenamiento no implica simplemente el retorno a los principios de Bretton Woods. Las naciones en desarrollo han pagado un precio demasiado alto, durante los últimos decenios, por las crisis financieras sucesivas que han sufrido, para aceptar simplemente un retorno al pasado.

I. Teorías financieras, ciclos económicos y análisis histórico

La actual crisis mundial pone en evidencia la necesidad de reenfocar la atención en el estudio de los ciclos económicos y financieros y en los estudios con una perspectiva histórica de larga duración. Durante los últimos cincuenta años, muchos economistas de la corriente neoclásica pero también los keynesianos parecieron creer que las crisis financieras del capitalismo clásico eran asuntos del pasado. Prestaron poca atención, por ejemplo, a economistas como Hyman Minsky, que retomó el tema de la incertidumbre en los mercados financieros y su dinámica intrínsecamente volátil. Es cierto que en tiempos recientes algunos economistas como Joseph Stiglitz estudiaron a fondo el problema de los mercados financieros imperfectos, pero no eran una mayoría. En las Facultades de Economía de universidades en los Estados Unidos, Japón o Europa tampoco se prestó mucha atención a los economistas más críticos en numerosos países en desarrollo, que subrayaron las distorsiones y errores del fundamentalismo de mercado. Igualmente grave fue el hecho de que en muchas Facultades de Economía (de los Estados Unidos, el Reino Unido y otros países) la historia financiera fue considerada ajena a las preocupaciones de aquellos involucrados en el análisis financiero. Esta tendencia dominaba, a pesar de la publicación de trabajos que hoy se consideran clásicos, como el de Kindleberger (1978), entre otros.

La actual crisis financiera mundial pone de manifiesto cuán importante puede resultar incluir

la historia financiera y monetaria en los programas docentes universitarios de economía, vinculándola con una revisión de las interpretaciones de economistas clásicos en este campo. En lo que se refiere al pensamiento económico clásico sobre los ciclos económicos, vale la pena comenzar con una rápida revisión, con series de tiempo, de los orígenes de los primeros trabajos empíricos serios. Por ejemplo, es posible identificar a Thomas Tooke como el primer economista en haber trabajado sistemáticamente sobre historia y ciclos de los precios en el decenio de 1830, seguido por Clement Juglar, que publicó detallados estudios empíricos sobre ciclos y crisis en 1860. Luego siguieron los estudios detallados sobre los ciclos económicos en Inglaterra, de Michel Tougan Baranowsky, quien publicó sus obras a principios del siglo xx, y los trabajos sobre los ciclos largos, del economista ruso Nicolai Kondratiev, en el decenio del veinte. En los Estados Unidos, el trabajo pionero fue de Wesley Mitchell, en 1913; estos trabajos llevaron directamente a crear la National Bureau of Economic Research (Oficina Nacional de Investigación Económica) en el tercer decenio, y más tarde a intensificar el trabajo de economistas influyentes y empíricos sobre ciclos –con quienes Mitchell colaboraba–, tales como Arthur Burns, Simon Kuznets y Wassily Leontieff. En una línea similar, es importante precisar que la investigación de Joseph Schumpeter estuvo fuertemente marcada por el análisis de la relación entre ciclos económicos e innovación tecnológica.

Dentro del campo de estudios de los ciclos económicos, algunos autores clásicos prestaron especial atención al análisis de las crisis financieras. Quizás el economista que hizo más en el ámbito internacional a principios del siglo xx por profundizar el tema de la diferencia entre crisis *mayores* y *menores* fue Kondratiev, quien presentó una teoría sobre los ciclos largos de la economía y las grandes crisis del capitalismo que eran seguidas por profundas y prolongadas recesiones en varios países. Éstas se distinguían de las crisis menores, mucho más frecuentes, que consistían en una diversidad de pánicos bursátiles y desequilibrios monetarios en numerosos países y que tenían efectos menos duraderos y menos globales. Con esta perspectiva, se aceptó en general que las crisis mayores del capitalismo clásico fueron las de 1846,

1873 y 1929, las dos últimas con largos períodos de recesión económica internacional.

Aunque la bibliografía sobre ciclos y crisis languideció con posterioridad a la Segunda Guerra Mundial, a partir del decenio del ochenta una serie de economistas interesados en la historia financiera empezó a publicar importantes artículos y libros que comenzaron a renovar el campo. Además, hay que tener en cuenta que estas aportaciones formaban parte de la explosión bibliográfica sobre finanzas globales que se produjo poco después del estallido de la crisis de la deuda en América Latina. Entre los temas debatidos por los analistas estaba en primer término la forma de gestionar las profundas crisis de deudas soberanas que tuvieron lugar en América Latina a partir de 1982: el debate principal consistía en determinar si las crisis eran resultado de problemas de liquidez o de solvencia. Otro espacio de análisis y debate a mediados de tal decenio se enfocó en las posibles soluciones a las moratorias y *defaults*, entre las cuales se incluían la aplicación de políticas de ajuste fiscal y la promoción del libre comercio para favorecer un aumento de las exportaciones, con objeto de obtener mayor cantidad de divisas para pagar el servicio de deudas externas. También se discutieron otras alternativas, como la condonación parcial o suspensión de las deudas, pero las medidas más radicales adoptadas por los gobiernos de la región no pasaron de ser una serie de moratorias temporales de la deuda.

Las crisis de deuda y bancarias del noveno decenio pusieron en evidencia que el uso de series de tiempo era de gran utilidad para el análisis financiero, y como resultado comenzó un retorno a la historia, impulsado por un número significativo de historiadores económicos y economistas interesados en las trayectorias de los mercados financieros en el largo plazo. Entre los economistas enfocados en América Latina que demostraron mayor interés por incorporar una perspectiva histórica que incluía lecciones sobre las pasadas crisis financieras en sus estudios se encuentran Carlos F. Díaz-Alejandro, que escribió un ensayo pionero, seguido por Albert Fishlow, Peter Lindert, Barry Eichengren, Jeffrey Sachs y una serie de economistas latinoamericanos entre los que se

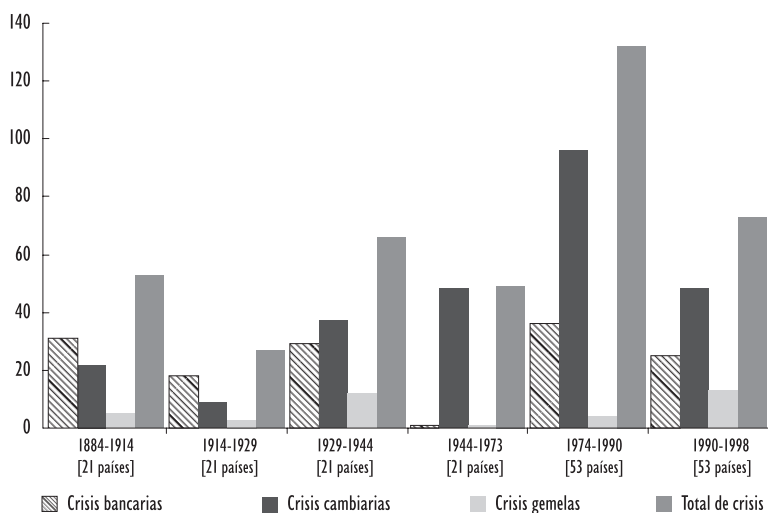
incluían Alberto Acosta y Oscar Ugarteche, que continúan al frente en este campo.

Economistas especializados en historia monetaria y financiera internacional como Michael Bordo y Barry Eichengreen han ampliado la investigación de estudios comparativos sobre crisis financieras a lo largo del último siglo y han propuesto una serie de análisis muy sugerentes sobre diversa y compleja anatomía. Sus análisis tienden a ser de mayor sofisticación estadística que los tradicionales, pero se vinculan economistas e historiadores con la literatura clásica sobre ciclos y crisis. Entre las crisis previas al gran *crac* de 1929, pueden citarse las crisis internacionales de 1826, 1837, 1857, 1866, 1882, 1890, 1902, 1907, 1914 y 1920-1921, sobre las cuales ya existen numerosas monografías, especialmente artículos de historia financiera y monetaria. Mucho más abundante, sin embargo, es la literatura sobre las crisis financieras y económicas de la época de la Gran Depresión, 1929-1933. La bibliografía se cuenta por decenas de miles de títulos. Debe subrayarse que macroeconomistas como Ben Bernanke y Christina Romer, gobernador de la Reserva Federal y jefe de asesores económicos de la administración de Obama, en los Estados Unidos, respectivamente, publicaron estudios detallados sobre la relación entre las finanzas y economía real durante los primeros años de la Gran Depresión. Esta bibliografía es particularmente pertinente para ayudar a explicar los paralelos históricos y los contrastes entre las principales crisis financieras del pasado y el presente.

Las siguientes páginas ofrecen un breve panorama de las crisis financieras mayores en el capitalismo moderno a partir tanto de la literatura clásica sobre ciclos económicos y crisis, como de la nueva literatura sobre el tema de la historia financiera y monetaria global. Como lo ilustran los trabajos pioneros e innovadores de Michael Bordo, es factible estudiar la anatomía de las crisis financieras de manera cada vez más precisa a través del tiempo, distinguiendo entre *crisis bancarias*, *crisis monetarias* y *crisis gemelas*. Evidentemente, en las mayores crisis financieras se combinan los pánicos bancarios con pánicos bursátiles, desequilibrios en los mercados hipotecarios, crisis monetarias y frecuentemente crisis de

deudas en los países en desarrollo. Se ilustran estos temas en lo que sigue de este ensayo con referencia a la historia económica mundial, pero con referencias especiales a la historia financiera latinoamericana.

Gráfico I. Incidencia de crisis bancarias, cambiarias y gemelas, 1884-1998.



Nota: la muestra de 21 países incluye naciones de Europa, Norteamérica, Latinoamérica y Japón. En el caso del período posterior a 1973, se incluyeron países de todos los continentes. Cabe mencionar que el número de crisis no corresponde necesariamente a la severidad de ellas.

Fuente: elaboración propia con base en Bordo, Eichengreen, Klingebiel y Martínez-Peria (2000).

II. ¿La primera crisis financiera mundial? El efecto extendido del pánico de 1873

Aunque se produjeron muchos pánicos bancarios y crisis financieras durante los siete primeros decenios del siglo XIX, la mayoría de ellas no derivó en un colapso financiero internacional. Las crisis financieras, como la de 1837 en los Estados Unidos y las de 1857 y 1866 en Londres y París, influyeron en el comercio internacional, pero no fueron duraderas.

En cambio, la crisis de 1873 tuvo consecuencias amplias y profundas, por lo que muchos historiadores económicos consideran que desató un largo período de recesión en gran número de países. El colapso comenzó con un pánico bancario en Viena en mayo y junio de 1873, que muy pronto se extendió por toda Europa Central, pero también causó bajas importantes en las bolsas de Londres, París, Ámsterdam y Milán, entre otros mercados europeos. En septiembre de 1873 estalló un pánico en *Wall Street*, seguido por numerosos pánicos bancarios. Este hecho tuvo como consecuencia una ola de quiebras bancarias en diferentes regiones de los Estados Unidos. La maquinaria más poderosa de crecimiento –los proyectos ferroviarios– se paralizó y el resultado fue una recesión que duró casi cinco años. Al mismo tiempo, la crisis financiera causó una disminución del comercio internacional y una serie de crisis de deuda soberana, principalmente en el Imperio Otomano y en varias naciones latinoamericanas.

¿Por qué fue tan extensa e intensa esta crisis? Una respuesta sugiere que para 1870 el sistema monetario y bancario internacional ya se había vuelto muy complejo y estrechamente interrelacionado. Las finanzas mundiales ya no estaban bajo el dominio de uno o dos mercados monetarios (Londres y París), sino que ahora podrían describirse de forma mejor como una constelación de diversos centros bancarios y financieros primarios y secundarios, independientes todos ellos, pero también con un creciente grado de interdependencia. Por tanto, en contraste con las anteriores catástrofes financieras del siglo XIX, que se detonaron por el pánico en los mercados monetarios de París y Londres, la crisis de 1873 fue impulsada por el colapso financiero en Europa Central y los Estados Unidos. Este hecho reflejaba el rápido proceso de integración del capitalismo a escala global. Graves problemas bancarios en una parte del mundo se transmitían a una velocidad considerable a centros financieros distantes y producían un corto circuito económico generalizado².

Escritores contemporáneos y teóricos más antiguos atribuyeron las calamidades económicas del decenio de 1870 a dos factores fundamentales, a saber: según Juglar (1857), Kondratiev y Lewis (1978), la causa principal de la crisis se encontraba en la baja de los precios de las materias primas e industriales en todo el mundo; esta tendencia produjo una caída en las tasas de utilidades de sectores económicos clave, tanto en los países más avanzados como en los menos desarrollados³. En opinión de Giffen (1904, pp. 98-120), Schumpeter (1939, pp. 336-397) y Rostow (1978, pp. 153-156), por su parte, la raíz de la crisis se encontraba en la desaceleración del sector más poderoso e "internacionalizado" de la actividad económica, que era la construcción de vías férreas⁴. Los avances logrados en los años que precedieron a la crisis de 1873 habían sido poco menos que espectaculares: por ejemplo, en los Estados Unidos, la extensión de vías férreas construidas

² Kindleberger (1978, p.132) sugiere que existió un vínculo entre los pánicos financieros en Europa Central y los Estados Unidos.

³ Dos estudios clásicos que analizan el efecto de la caída de precios en el decenio de 1870 son Juglar (1857, pp.390-433) y Thorp (1926, pp.167-168, 189-190, 207-208). Otro clásico es Lewis (1978).

⁴ Giffen fue uno de los autores financieros contemporáneos más respetados.

se duplicó desde el fin de la Guerra Civil en 1865, de 55.000 millas a más de cien mil millas para 1873; en Rusia se construyeron más de veinte mil millas desde finales del decenio de 1860; y en toda Europa, la manía de los ferrocarriles continuó impulsando a los inversionistas a destinar sus ahorros a decenas de nuevas compañías, tanto locales como en el extranjero. En consecuencia, el desplome en la bolsa de valores provocó una caída dramática en los beneficios no realizados y una igualmente abrupta caída de la inversión en ese campo. Como resultado, los magnates y contratistas ferroviarios en todo el mundo congelaron las construcciones en marcha, despidieron trabajadores y cancelaron los contratos de abastecimiento con industrias metalúrgicas y mineras.

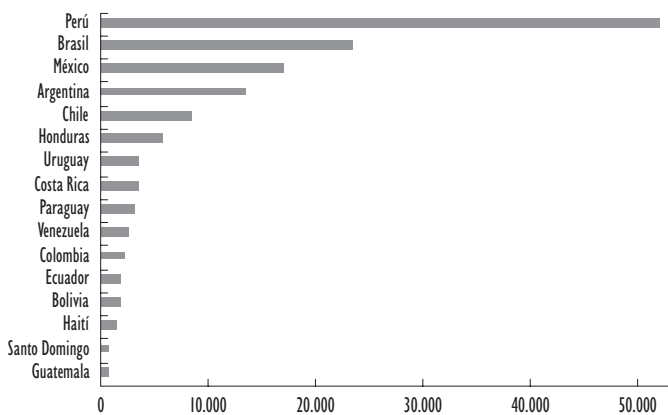
Pero la baja de los precios de las mercancías y el colapso en la construcción de vías férreas no fueron los únicos catalizadores de la depresión. El maremoto financiero provocado por la guerra franco-prusiana en 1870 también tuvo un papel crítico. Tras el triunfo imprevisto y sorpresivo de Bismark sobre el ejército de Napoleón III, el nuevo gobierno francés, encabezado por Thiers, se vio obligado a pagar una inmensa indemnización de 5.000 millones de francos (200 millones de libras esterlinas) a Alemania. Los principales bancos de Londres y París organizaron una operación masiva de rescate, recaudaron el dinero en un lapso sumamente corto y enviaron el oro a Berlín. Estos créditos indemnizatorios –los más grandes de todas las transacciones financieras del siglo XIX– canalizaron un flujo masivo de capital hacia las economías de Europa Central y causaron también un inesperado grado de especulación que desestabilizó los mercados financieros de Europa Occidental.

Aunque la agitación económica contemporánea tuvo sus raíces en las fluctuaciones financieras y comerciales de las naciones industriales del Atlántico Norte, este efecto muy pronto se hizo sentir con particular virulencia en regiones no industrializadas del Cercano Oriente y América Latina. En estas regiones la depresión del decenio de 1870 puede definirse de mejor manera como una "crisis de deuda", ya que la causa primordial de las perturbaciones económicas allí era una excesiva acumulación de deudas externas de los

gobiernos. Para 1876, el Imperio Otomano, Egipto, Grecia, Túnez y ocho Estados latinoamericanos habían entrado en moratoria, y las perspectivas de pago eran desalentadoras. De hecho, la resolución de las bancarrotas en Turquía y Egipto llevaría a la intervención directa de los poderes europeos –particularmente el Reino Unido y Francia– en el Oriente Medio e inauguraría el período más intenso de colonización en la historia moderna en Asia y África desde principios del decenio de 1880. Para comenzar, los financieros británicos y franceses obligaron al *kedive* egipcio a vender el canal de Suez, y en 1880 el gobierno británico fue más allá y estableció un régimen colonial en Egipto. Al mismo tiempo, los financieros franceses y británicos presionaron al Sultán y a otros líderes del Imperio Otomano a transferir el control de los ingresos fiscales a una agencia administrativa especial (en la que los representantes europeos tenían un papel dominante) y colocaron las finanzas de Turquía bajo el dominio del Banco Imperial Otomano, sobre el que los banqueros franceses y británicos tenían el control. Tal presión inauguró la era del imperialismo clásico, que causó al reparto de gran parte del globo entre los principales poderes occidentales.

En América Latina la crisis provocó desastres comerciales y fiscales y, finalmente, el incumplimiento de pago del principal Estado deudor, que era el Perú, y de casi todas las naciones más pequeñas del subcontinente (véase gráfico 2). La mayoría de los gobiernos latinoamericanos se habían endeudado mucho en el decenio de 1860 y principios del siguiente, ya que esperaban beneficiarse del comercio internacional y el auge financiero. Pero el gobierno peruano fue el más derrochador y adquirió cerca de cincuenta millones de libras esterlinas en deudas y finalmente descubrió que no tenía posibilidades de pagar, ya que los precios de los recursos y materias primas habían caído. Aunque las exportaciones peruanas de guano, nitrato y azúcar siguieron siendo buenas en 1873 y 1874, para 1875 se produjo el colapso que llevó a una caída absoluta de los ingresos fiscales y al inevitable incumplimiento en los pagos de la deuda externa.

**Gráfico 2. Préstamos externos a gobiernos latinoamericanos 1850-1875
(en miles de libras esterlinas).**

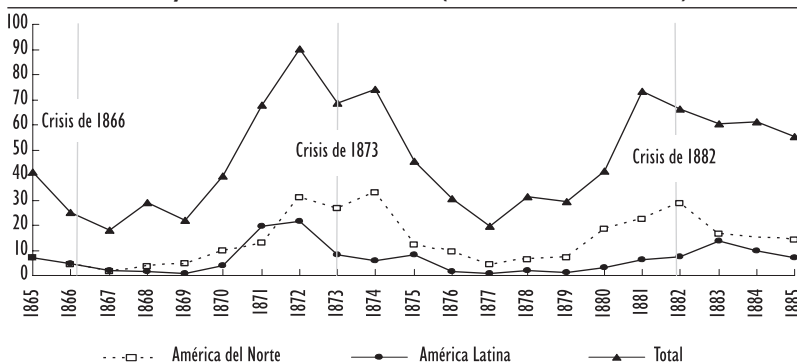


Fuente: Marichal (1989a).

III. ¿El patrón oro proporcionó una arquitectura financiera internacional?

La crisis de 1873 tuvo un fuerte efecto negativo en la economía mundial, pero a partir del decenio de 1880 se reanudaron los flujos de capital internacional, particularmente hacia naciones con grandes fronteras agrícolas y ganaderas como los Estados Unidos, Canadá, Australia, Argentina, Brasil, México y Rusia. El período ha sido bautizado con frecuencia como la primera etapa de globalización financiera, y duró hasta 1914, cuando fue cortada de golpe por el estallido de la Primera Guerra Mundial. La reconstrucción de la cartera británica de exportaciones de capital resultó extremadamente importante para la historia financiera comparativa, ya que eran los flujos más grandes antes de 1914, y los datos son buenos. Las tendencias cíclicas están bien reflejadas en el gráfico 3 sobre la cartera de exportaciones de capital hacia América Latina y son indicadores del efecto de los auges de créditos que precedieron a las crisis de 1873 y 1890. La comparación con información sobre comercio internacional indica que el colapso financiero precedió a la disminución del comercio y fue mucho más volátil en términos cuantitativos. Lo cual es importante porque sugiere el papel clave de las finanzas en el desencadenamiento de la mayoría de las crisis económicas.

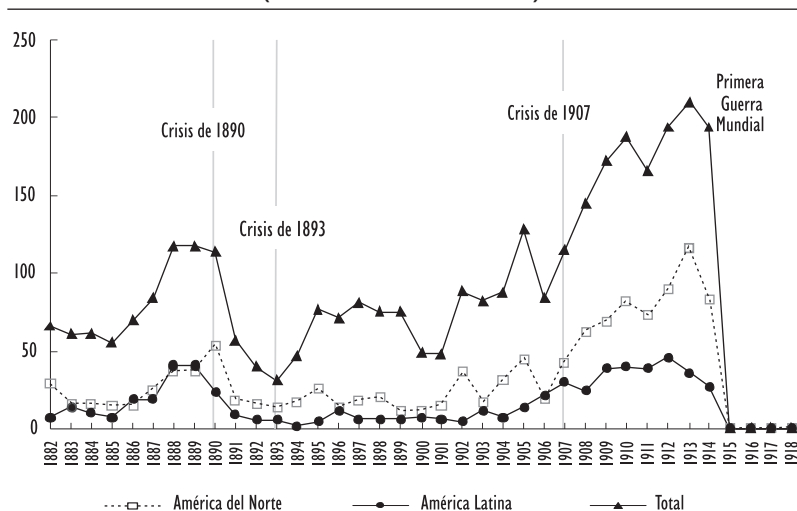
Gráfico 3. Cartera británica de exportaciones de capital hacia Europa, América del Norte y América Latina, 1865-1900 (miles de libras esterlinas).



Nota: América del Norte se refiere a los Estados Unidos y Canadá; América Latina se refiere a México, Centroamérica, el Caribe y Suramérica; Total incluye las exportaciones de capitales británicos a América del Norte, América Latina, Europa, Asia y otras regiones.

Fuente: Stone (1999).

Gráfico 4. Exportaciones de capitales del Reino Unido 1882-1918 (millones de libras esterlinas).



Nota: América del Norte se refiere a los Estados Unidos y Canadá; América Latina se refiere a México, Centroamérica, el Caribe y Sudamérica; Total incluye las exportaciones de capitales británicos a América del Norte, América Latina, Europa, Asia y otras regiones.

Fuente: Stone (1999).

Dicha expansión, sin embargo, fue frenada por la crisis de 1890, que ha sido calificada como “la primera crisis de mercados emergentes” por economistas dedi-

cados a la historia financiera. El llamado *Baring Panic*⁵ de 1890 fue una crisis intensa, aunque de duración relativamente corta. Ésta reflejó la debilitación temporal de la actividad comercial, industrial y bancaria en diferentes partes del mundo, pero no fue la precursora de una prolongada depresión internacional, como lo fue la de 1873. En este sentido, los economistas contemporáneos acertaron al argumentar que la tormenta de 1890 puede definirse esencialmente como una crisis anglo-argentina⁶. Sin embargo, estudios históricos recientes demuestran que hay varios aspectos que le dan una significación más amplia y demuestran la creciente complejidad de los mercados financieros y la posibilidad de *contagio* entre diversos mercados financieros.

En el Brasil, por ejemplo, el extraordinario auge de las bolsas de valores de 1889-1891, conocido como el *Encilhamento*, fue afectado por el pánico argentino, que comenzó en mayo de 1890. La posición del Banco do Brasil se debilitó al aumentarse la competencia con dos bancos grandes que obtuvieron privilegios del Gobierno para emitir billetes. La rivalidad se intensificó y hacia diciembre de 1890 los dos bancos rivales –el Banco dos Estados Unidos do Brasil y el Banco Nacional– se fusionaron en una empresa financiera gigante llamada Banco da República. Sin embargo, la fusión también reflejó la cada vez más inestable situación económica y la necesidad de unir recursos para evitar un pánico. En 1891 las bancarrotas empezaron a multiplicarse en Río de Janeiro en medio de una orgía especulativa. El colapso financiero generalizado llegó en 1892, cuando decenas de empresas nuevas y antiguas se desmoronaron⁷.

Alrededor de la misma época, en Chile ocurrió una crisis bancaria que siguió a la guerra civil de 1890-1891 y el derrocamiento del gobierno de José Manuel

⁵ N. T. Por el papel que tuvo el banco inglés Baring Brothers al precipitar la crisis a causa de una situación de insolvencia.

⁶ En un estudio clásico, Lauck (1907, caps. 1 y 5) argumentó que la crisis de 1890 fue básicamente un desastre anglo-argentino y no fue, por tanto, la causa de la más extendida depresión de 1893.

⁷ Triner (2005, pp. 199-226) afirmó recientemente que el colapso financiero argentino fue contagioso y contribuyó a la crisis financiera brasileña.

Balmaceda. En este caso también –y sorprendentemente de manera similar– el Gobierno intervino para obligar a los tres bancos más grandes a fusionarse en una institución dominante, el Banco de Chile, el cual asumiría muchas de las funciones de un banco del Gobierno, aun cuando continuaba siendo una empresa privada. Todo ello demostraba que estas tempranas crisis de mercados emergentes manifestaban claras señales de contagio, fenómeno que nos recuerda poderosamente lo que ocurrió en Latinoamérica y Asia durante las crisis financieras un siglo más tarde, en el último decenio del siglo xx.

Después de las crisis de principios del decenio de 1890, un nuevo consenso financiero dominó en toda América Latina, y en muchos países se tomó la decisión de adoptar formalmente el patrón oro para evitar la inestabilidad financiera del pasado inmediato y para atraer nuevos flujos de capital extranjero. La adopción del patrón oro había comenzado en Europa y en los Estados Unidos en el decenio de 1870, pero tardaría algunos decenios en adoptarse en los países de la periferia. A finales del siglo xix, sectores clave de las minorías financieras en los principales países latinoamericanos presionaron para que se adoptara el patrón oro, acompañado por políticas de mantener fuertes reservas metálicas en respaldo a la emisión de billetes bancarios: el patrón oro se adoptó en la Argentina en 1899, en el Brasil en 1906 y en México en 1905.

Durante la Primera Guerra Mundial el patrón oro se suspendió en la mayoría de los países del mundo, aunque hacia mediados del decenio de 1920 una cincuentena de naciones volvieron a la vieja ortodoxia monetaria: este tema ha sido analizado de manera brillante por Eichengreen (1992). En la mayoría de las naciones, sin embargo, se estableció un *patrón cambio oro* que ofrecía de alguna manera más flexibilidad que la del patrón oro clásico, en la medida en que además del oro, los bancos centrales podían usar diversas monedas fuertes como reservas, tales como la libra esterlina, el franco o el dólar estadounidense, que estaban ancladas al oro.

En el caso de América Latina, las consecuencias de la Primera Guerra Mundial fueron contradicto-

rias, ya que al efecto negativo inicial le siguió un auge de las materias primas desde finales de 1915, gracias a la expansión de la demanda de minerales, petróleo y productos alimenticios de las potencias en guerra. Este auge se interrumpió por la crisis de 1920-1921, que causó una fuerte caída de los precios de todos los productos primarios y minerales y provocó una de las más severas caídas del valor del comercio exterior experimentada por las economías latinoamericanas en el siglo xx⁸. La crisis empujó a las elites políticas latinoamericanas a los brazos de los bancos de inversión de Nueva York, que colaboraron en la emisión de una larga serie de préstamos externos para los gobiernos de la Argentina, el Brasil, Chile y una decena de naciones latinoamericanas. La banca estadounidense aprovechó las circunstancias para expandirse rápidamente en la región, como se observa en la creación de nuevas esferas de influencia de cada uno de los mayores bancos estadounidenses: Morgan y National City Bank eran especialmente activos en Cuba y la Argentina, mientras que Dillon & Read se especializaron en los créditos nacionales para el Brasil y Bolivia; J. y W. Seligman se dedicaron a los bonos peruanos.

Debe tenerse en cuenta que muchos de los créditos sirvieron para consolidar el poder de dictadores como Augusto B. Leguía en el Perú (1919-1930), Carlos Ibáñez en Chile (1927-1931) y José María Orellana en Guatemala (1922-1926), y para mantener los regímenes neocoloniales en Nicaragua, República Dominicana, Haití, Honduras y Cuba. Como es lógico, las alianzas entre banqueros y jefes de Estado autoritarios provocaron duras críticas, que en su mayoría estaban dirigidas hacia la corrupción estimulada por el negocio de los créditos entre los círculos de poder de los Estados deudores. Tal como observó un agente de Seligman Investments en el Perú: "El presidente era un dictador, y gastaba en lo que quería y pedía los préstamos que quería. El pueblo no tenía forma de controlar"⁹.

⁸ Las consecuencias de esta crisis han sido estudiadas sólo por unos pocos historiadores latinoamericanos. Para detalles sobre el efecto de la caída de los precios del azúcar en la economía cubana, véase Jenks (1928, pp. 206-217); sobre la caída de los precios de la carne en la Argentina, véase Smith (1969, cap. 4).

⁹ Esta cita se tomó del testimonio del señor Dennis, publicado por el Senado de los Estados Unidos, Audiencias ante el Comité de Finanzas, 72^a

El decenio del veinte fue también un momento para regresar al patrón oro en la mayoría de los países latinoamericanos y para introducir bancos centrales y reformas fiscales y financieras basadas en los modelos norteamericanos. Uno de los primeros doctores en moneda internacional era entonces el más activo: Edwin Kemmerer, profesor de Economía de Princeton, encabezó misiones financieras en Colombia (1923), Guatemala (1924), Chile (1925), Ecuador (1926, 1927), Bolivia (1927) y Perú (1931) y presionó por la adopción del patrón oro¹⁰. Sin embargo, el retorno del patrón oro y la ortodoxia monetaria tuvo una vida corta y fue interrumpido por la crisis mundial que se desencadenó en 1929.

Legislatura, 1^a session, *Sale of Foreign Bonds or Securities in the United States*. (1931). Washington, D. C., p. 1601; las audiencias son una fuente particularmente reveladora de los choques entre los banqueros de Nueva York y los políticos latinoamericanos en el decenio de 1920.

¹⁰ Sobre las misiones de Kemmerer, véase Drake (1989).

IV. El fin del capitalismo clásico: el desastre de 1929 y la Gran Depresión del decenio del treinta

El colapso de la bolsa de Nueva York el 24 de octubre de 1929 se sintió en todo el mundo y anunció el fin de una década de prosperidad y el comienzo de la Gran Depresión del cuarto decenio del siglo pasado. El *jueves negro* de Wall Street confirmó la severidad de la catástrofe económica, pero muy pronto numerosas señales indicaron la ominosa inestabilidad de la economía internacional. Como resultado del colapso de la bolsa de valores en Nueva York (que en realidad no fue tan severa como la de octubre de 2008), otros mercados financieros –particularmente los de Europa Occidental y Central– también empezaron a tener problemas, pero tomó tiempo antes que se volvieran críticos. Para mediados de 1930, los mercados de crédito comenzaron a contraerse y el resultado fue que el comercio internacional y el nacional se redujeron drásticamente durante más de cuatro años.

El pánico en las bolsas de valores estuvo acompañado no sólo por una contracción del crédito y crisis de deuda, sino también por corridas bancarias y bancarrotas. Entre 1931 y 1933 se produjeron numerosos pánicos y feridos bancarios. Éstos empezaron con el colapso del crédito en Austria en mayo de 1931, como resultado de la bancarrota del anteriormente poderoso banco conocido como el Credit-Anstalt.

La corrida luego se trasladó a Alemania y provocó la caída del aún más grande Danatbank. A lo cual le siguió el debilitamiento de los mercados de crédito en todas partes y una creciente crisis bancaria en los Estados Unidos que finalmente provocó la bancarrota de varios miles de bancos locales. Para finales de julio, el mercado de dinero de Londres había empezado a colapsar por la presión y el 21 de septiembre los británicos abandonaron el patrón oro.

Gráfico 5. Colapso de Wall Street, 1928-1932.
Índice semanal Dow Jones Industrial Average, 1928-1935.



Nota: el índice S&P incluye las cotizaciones de las acciones de empresas estadounidenses líderes en sus respectivos sectores industriales. Está deflactado por el índice de precios al consumidor para eliminar la distorsión provocada por la inflación de precios y mostrar su comportamiento en términos reales.

Fuente: Shiller, R. J. (2005). Stock market data Irrational Exuberance. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.html> (consultado el 1º de octubre de 2009).

Abandonar el patrón oro resultó ser medida eficaz para ganar flexibilidad en el manejo de los desequilibrios comerciales y de la política monetaria. Así era porque la disciplina que imponía tal patrón implicaba una contracción general como la única solución para reestablecer el equilibrio comercial. Permanecer en el patrón oro significaba elegir la manipulación de las tasas de interés internas en vez de la devaluación del tipo de cambio para corregir déficits en la balanza de pagos. El mecanismo de ajuste derivado de elevar las tasas de interés con frecuencia daba por resultado una caída de la actividad económica, que a su vez reducía las importaciones. Se esperaba que las tasas de interés más altas atrajeran oro extranjero. También se esperaba que las exportaciones au-

mentaran y estimularan una balanza comercial positiva y un flujo de oro o monedas fuertes, a pesar de la baja temporal de la producción general. Una serie de historiadores económicos, en particular Barry Eichengreen, han argumentado que los países que abandonaron el patrón oro desde 1930 o 1931 por lo general fueron capaces de lograr una recuperación económica más rápida que aquellos que permanecieron unidos al oro.

En 1931 y 1932, 21 países siguieron el ejemplo británico y los gobiernos de 31 naciones en todo el mundo establecieron controles de cambio. Finalmente, los obstinados abandonaron el patrón oro, los Estados Unidos en 1934 y Francia en 1936. El fin del patrón oro y el colapso económico mundial marcaron el fin de la que podría caracterizarse como la era del *capitalismo clásico*.

En un libro reciente, Ben Bernanke (2000), actual gobernador de la Reserva Federal de los Estados Unidos, argumentó que explicar las causas y las consecuencias de la crisis de 1929 constituye una especie de *santo grial* de los macroeconomistas. Existen opiniones divergentes, tanto sobre las raíces como sobre los efectos duraderos de la crisis. De manera creciente, expertos en la historia monetaria y financiera han venido argumentando que la crisis de 1929 fue pésimamente manejada porque la Reserva Federal no aumentó suficientemente la oferta monetaria y por tanto restringió los mercados de crédito. Además, las autoridades estadounidenses insistieron, inflexiblemente, en mantener el patrón oro, que contribuía a acentuar la rigidez monetaria y crediticia. En un trabajo colectivo muy importante, editado por los historiadores financieros Bordo, Goldin y White (1998), se calificó la crisis de 1929 –y la subsiguiente depresión– como *The defining moment* del capitalismo moderno estadounidense. Ese estudio demuestra que el decenio del treinta fue el período con la mayor caída del producto interno bruto (PIB) en la historia de los Estados Unidos y el de mayor desempleo. Todos estos análisis históricos han influido en grado enorme en los últimos meses en la forma en que los políticos y banqueros centrales en los Estados Unidos y Europa (pero también en China y Japón) han enfrentado al reciente colapso financiero de 2008.

En cualquier caso, para 1930 se había hecho evidente que los Estados Unidos y toda la economía mundial habían entrado en una honda depresión: sin embargo, había reticencia por adoptar profundas reformas financieras y no había aún gran disposición para que los gobiernos intervinieran más activamente y aceleraran el gasto público como política contracíclica. En los Estados Unidos, no fue sino hasta la elección de Franklin Delano Roosevelt en 1932 y la aprobación del *New Deal* cuando el Gobierno empezó a poner en marcha amplias reformas que incluían un mayor gasto oficial y la ratificación de leyes de seguridad social, seguros sobre depósitos bancarios, nueva legislación bancaria –incluso la *Ley Glass Steagall*–, legislación que ayudase a los agricultores y reformas en el sistema de los créditos hipotecarios, que incluían la creación del fondo Fannie Mae y una gran agencia pública de vivienda.

Pero tomó mucho tiempo para que esas medidas tuvieran efecto. En el peor momento de la crisis internacional, las principales potencias resolvieron reunirse en una conferencia internacional en Lausana (Suiza) en 1932, para apuntalar a los bancos europeos y, en particular, a los alemanes. En esta reunión los países acreedores de Alemania de pagos por reparaciones de guerra (originados en la Primera Guerra Mundial) renunciaron a nuevas reclamaciones cuando el gobierno alemán aceptó una suma bastante reducida; el valor nominal de la deuda de guerra de Alemania se redujo de 31.000 millones de dólares a menos de 1.000 millones. Al mismo tiempo, las naciones que habían renunciado a las reparaciones alemanas ahora demandaban el alivio a sus propias obligaciones financieras ante los Estados Unidos. Las llamadas “deudas aliadas” (que también se habían originado por la guerra) sobrepasaban los 10.000 millones de dólares. De este total, 42% era una deuda contraída con los Estados Unidos por el Reino Unido, 34% por Francia, 16% por Italia y 4% por Bélgica. Bajo gran presión, las autoridades financieras de los Estados Unidos aceptaron una moratoria de la deuda con duración de un año.

A pesar de ese alivio, el gobierno alemán presionó por más concesiones, principalmente después de las elecciones de 1932, que llevaron al poder a Hitler.

El nuevo gobierno nazi muy pronto comenzó a tomar medidas para contrarrestar la crisis tanto políticamente, con ataques maliciosos contra los opositores, como con políticas económicas orientadas cada vez más a construir una inmensa maquinaria militar-industrial, capaz de amenazar a todos sus vecinos. En Japón, entre tanto, la crisis económica impulsó al gobierno conservador a aventuras imperiales; los militares japoneses ya tenían el control de Taiwán y varias islas del Pacífico, pero para 1931 se lanzaron a las primeras fases de su conquista de los territorios chinos de Manchuria.

Los esfuerzos por restaurar el orden mundial fracasaron rotundamente. En la Conferencia Económica Internacional realizada en Londres en 1933, se intentó asegurar un acuerdo de estabilización monetaria entre las grandes potencias, pero fracasó como resultado del rechazo del presidente Roosevelt y los representantes de los Estados Unidos. El nacionalismo económico y político ganó fuerza, mientras que cada país intentaba controlar el enorme daño causado por la Gran Depresión.

En América Latina, la crisis financiera internacional también golpeó muy duramente a todas las naciones. A partir de 1931 la mayoría de los países latinoamericanos abandonaron el patrón oro, tras agotadores esfuerzos por permanecer fieles a él en los primeros dos años de la crisis, 1929 y 1930, cuando estaban sujetos a una grave extracción de recursos: las reservas de oro de todos los bancos centrales disminuyeron severamente y no podían reemplazarse con ingresos por exportaciones, ya que el comercio mundial estaba cayendo estrepitosamente. Simultáneamente, la mayoría de los gobiernos de la región declararon moratorias en el servicio de la deuda externa pública. En enero de 1931, Bolivia se convirtió en el primer país latinoamericano en declarar formalmente una moratoria unilateral sobre sus deudas externas. Le siguieron Perú, en mayo, y Chile, en julio. Entonces, en octubre, el principal deudor latinoamericano, Brasil, anunció la suspensión parcial de los pagos de sus deudas. Las suspensiones parciales muy pronto se convirtieron en incumplimientos que durarían, en la mayoría de los casos, hasta el fin de la Segunda Guerra Mundial.

Cuadro I. Deudas latinoamericanas e incumplimientos de pago, 1931-1950.

País	Fecha inicial de moratoria	Deuda externa en 1933 (millones de dólares)*	Renegociaciones
Argentina	No suspende pagos	864	Se paga el servicio de la deuda con regularidad hasta 1946, cuando se liquidó.
Bolivia	Enero 1931	63	Moratoria continúa hasta negociaciones para cancelar intereses atrasados en 1948.
Brasil	Octubre 1931 (default parcial)	1.239	Renegociaciones en 1933, 1940 y 1943. Al final se reduce el 50% de su valor nominal.
Chile	Julio 1931	343	Durante varios años se renovó el servicio de la deuda. En 1948 se llega a un arreglo final.
Colombia	Febrero 1932 (default parcial)	164	Pagos parciales hasta 1935, cuando se presenta la moratoria total. En 1940, 1942, 1944 y 1949, renegociaciones para reducir intereses.
Ecuador	Julio 1931	23	Deuda en moratoria hasta mediados del decenio del cincuenta.
México	Agosto 1914	684	Renegociación de la deuda en 1930, pero el acuerdo no se cumple. Acuerdo final de bonos de la deuda externa y de Ferrocarriles Nacionales, con reducción de 80% del monto.
Perú	Mayo 1931	114	Entre 1934 y 1937 se renueva parte del servicio. En 1947 Perú ofrece acuerdo con servicio reducido. Acuerdo final en 1951.
Venezuela	No suspende pagos	—	Ya había extinguido su deuda externa en 1933.

* Deuda externa a largo plazo en bonos.

Fuente: Marichal (1989, tabla VIII, pp. 212-213).

V. La nueva arquitectura financiera internacional después de Bretton Woods (1944)

Para mediados del decenio del treinta, como resultado de las políticas comerciales proteccionistas y las restricciones financieras adoptadas en la mayoría de los países del mundo, además del colapso del patrón oro, el régimen monetario internacional estaba hecho pedazos. El nacionalismo dominó hasta la Segunda Guerra Mundial. Desde principios del decenio del cuarenta, sin embargo, con apoyo de los gobiernos de los Aliados, diferentes grupos de economistas comenzaron a publicar estudios que apuntaban a la futura reconstrucción del orden monetario, financiero y comercial mundial. A partir de 1942 se llevaron a cabo reuniones entre representantes de los gobiernos de los Estados Unidos y el Reino Unido para planear la estructuración de las finanzas internacionales después de la guerra. En 1944, delegados de los gobiernos aliados y de muchos países (incluso todos los Estados latinoamericanos) se reunieron en Bretton Woods (New Hampshire) para llevar a cabo una gran conferencia para discutir el futuro del sistema monetario y financiero mundial en la posguerra. Entre los economistas y voceros presentes se encontraban John Maynard Keynes, en representación del Reino Unido, y Harry Dexter White, de los Estados Unidos, responsable cada uno de la presentación de planes, incluso el llamado *Plan White* para

la reconstrucción financiera (Estados Unidos) y el *Plan Keynes* (Reino Unido). Pero también estuvieron presentes representantes de Francia y Canadá con propuestas alternativas, que no suelen recogerse ni mencionarse en los estudios sobre esta gran conferencia.

El joven delegado de México, Víctor Urquidi, publicó los borradores de esos cuatro planes en la revista mexicana *El Trimestre Económico* a finales de noviembre de 1943, de suerte que muchos economistas y altos funcionarios latinoamericanos eran conscientes del debate internacional mucho antes de la reunión. Esto no fue un hecho poco importante, ya que los países latinoamericanos representaban el bloque más grande de países en Bretton Woods (18 de 44 países presentes).

Keynes insistió en apoyar la recuperación británica y la europea en la posguerra y, por tanto, defendió con especial ahínco la fundación del Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (luego Banco Mundial), mientras que White presionó más en favor del establecimiento del Fondo Monetario Internacional (FMI) y la recuperación del comercio multilateral: insistía en que la mayoría de las monedas debían estar ancladas de manera flexible al dólar. Esta historia se ha contado en numerosas ocasiones, y especialmente se detallan los trabajos de los historiadores Harold James y James Boughton, que han escrito las historias más recientes de los orígenes del Fondo Monetario Internacional, basados en materiales de archivo del Fondo que sólo recientemente fueron abiertos a su consulta.

En resumen: después de los acuerdos de Bretton Woods y la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, se pudo establecer una nueva arquitectura financiera internacional que intentó conciliar los intereses económicos nacionales con la supervisión financiera internacional: la creación del FMI fue el ejemplo más importante de ésta. Además, otras innovaciones financieras multilaterales y nacionales empezaron a adoptarse; incluso se establecieron bancos multilaterales de desarrollo, como el Banco Mundial, y se impulsaron bancos estatales de importación y exportación y de desarrollo en Europa

y en América Latina, en particular. A su vez, todos los gobiernos desempeñaron un papel mucho más activo en el financiamiento de diferentes tipos de planes nacionales de desarrollo. La coordinación entre bancos centrales empezó a ser más frecuente, y también la promoción de un número cada vez mayor de instrumentos financieros y políticos, oficiales y extraoficiales para coordinar políticas financieras, especialmente aquellas referentes a la gestión de deudas soberanas eternas y la gestión internacional de las políticas monetarias, por ejemplo el Club de París (establecido en 1956) y el G-7 (decenio del setenta). En realidad, como es bien sabido, el G-7 se dedicó a ratificar acuerdos temporales entre los ministerios de Hacienda de las naciones industriales más avanzadas, lo que posteriormente se convirtió en una práctica bastante común entre ellos.

En el mundo de la posguerra, el papel de los Estados Unidos era claramente hegemónico en la esfera financiera, hecho que se reflejaba el papel clave del dólar como moneda de reserva internacional. En términos de transacciones financieras internacionales, el papel del gobierno estadounidense fue fundamental, por ejemplo, en el financiamiento mundial de sus fuerzas militares, transfiriendo durante décadas un volumen enorme y sostenido de fondos a las bases militares en Europa Occidental, Japón, Corea, Filipinas y varios puntos del Caribe. El Plan Marshall representó el mayor compromiso de tipo civil e implicó la transferencia de unos doce mil millones de dólares a Europa después de 1947 para la reconstrucción económica. Por otra parte, debe tenerse en cuenta que los créditos que comenzaron a extender las agencias financieras multilaterales eran en dólares, aunque el FMI usó instrumentos monetarios cada vez más flexibles, como las transacciones basadas en los Derechos Especiales de Giro. Posteriormente, en los decenios del sesenta y del setenta, la hegemonía (en momentos casi monopolio) del dólar empezó a ceder, ya que se contrajeron muchas más deudas en libras esterlinas, marcos, francos y yenes, y el círculo de los principales poderes financieros se amplió.

Se han escrito muchos libros y cientos de artículos sobre las finanzas internacionales en el mundo de la posguerra que ponen el acento en la estabilidad y cre-

cimiento logrados, a pesar de una numerosa serie de crisis financieras y monetarias relativamente menores en diferentes naciones. Como resultado de la multiplicación de los actores financieros internacionales, el *análisis político* de la dinámica y arquitectura financieras en este período se vuelve bastante complicado. En este sentido, vale la pena tener en cuenta que durante varios decenios no hubo un cuestionamiento real del *consenso de Bretton Woods* de la posguerra, por la necesidad de mantener bajas las tasas de interés internas, la convertibilidad del dólar (fijada a una paridad de 35 dólares la onza de oro) y la estabilidad bancaria. Pero para el séptimo decenio este consenso empezó a colapsar como resultado de la creciente competencia comercial entre los Estados Unidos, Japón y Europa, acompañada por la expansión de las empresas y los bancos multinacionales, el desarrollo de los mercados de eurodólares y la creciente complejidad de las transacciones internacionales en los principales mercados monetarios y de capital. A su vez, los inmensos déficits del gobierno estadounidense durante la guerra de Vietnam contribuyeron a crecientes desequilibrios comerciales y monetarios. Éstos fueron también factores que propiciaron nuevos y repetidos ataques especulativos contra los tipos de cambio fijos, que desembocaron finalmente en el ocaso de la arquitectura monetaria y financiera ratificada hace decenios en Bretton Woods.

El resultado fue que a principios del decenio del setenta los acuerdos monetarios de la posguerra se derrumbaron y empezó un nuevo período de creciente inestabilidad financiera, aumentos de tasas de interés y una rápida flexibilización de los flujos internacionales de capital. En general, se sostiene que el factor subyacente que socavó las antiguas normas y prácticas del régimen de Bretton Woods fue el aumento de los flujos internacionales de capital, pero no debe menospreciarse la importancia de las decisiones políticas y hacendarias del gobierno de los Estados Unidos, que tenía grandes dificultades en conciliar sus objetivos locales con los internacionales. En agosto de 1971, la administración de Richard Nixon decidió abandonar la paridad del dólar con el oro y se pasó a las tasas flotantes. Tal cambio fue el fin efectivo de lo que se ha venido en denominar el sistema Bretton Woods I.

Los cambios que empezaron a hacerse visibles a finales del decenio del sesenta y principios del siguiente presagiaban la llamada *era de la globalización financiera*, que vendría a continuación. Algunos autores han llamado a este período Bretton Woods II, aunque otros argumentarían que no fue sino hasta el decenio del ochenta cuando el *mundo nuevo* de las finanzas globales realmente despegó, provocando una creciente volatilidad financiera y también mayor inestabilidad política, particularmente en países endeudados del Tercer Mundo.

La creciente debilidad financiera de los gobiernos y economías de los países de América Latina, en especial, se relacionaba directamente con el inmenso aumento del endeudamiento externo desde 1973 hasta 1981. Este auge marcó una primera fase de la nueva globalización financiera, encabezada por los grandes bancos internacionales. El auge de los créditos del decenio del setenta se ha atribuido a varias causas, siendo las más importantes el reciclamiento de los *petrodólares*. Los banqueros buscaron desesperadamente nuevos espacios para invertir estos enormes flujos de fondos a causa de la recesión económica en Europa y los Estados Unidos, que produjo una caída de la demanda internacional de créditos en los países económicamente más avanzados. A su vez, durante la mayor parte de este decenio, la demanda por financiamiento externo en la mayoría de las demás regiones del mundo era limitada: en Japón y Corea, por ejemplo, los bancos locales financiaban la industrialización; en las naciones del bloque socialista –la antigua Unión Soviética, Europa Oriental y China–, el financiamiento era controlado por los gobiernos, que actuaban como agencias de desarrollo industrial; por su parte, en África subsahariana el volumen de los flujos financieros externos era reducido, aunque había una corriente creciente de créditos públicos. En resumen: durante el octavo decenio hubo mucha presión de los banqueros y otros actores financieros privados para invertir los *petrodólares* en América Latina, casi siempre con garantías estatales para su servicio y amortización. En consecuencia, y a causa de la gran presión de los bancos internacionales, que ofrecían préstamo tras préstamo a tasas de interés muy bajas, fue casi inevitable que los gobiernos,

empresas estatales y bancos latinoamericanos se endeudaran a niveles sin precedentes.

La explicación de este fenómeno por el *lado de la oferta* ha sido dada por Robert Devlin (1989), que argumentó que el exceso de *petrodólares* en los bancos occidentales estimuló una feroz competencia entre los bancos de los Estados Unidos, Europa y Japón para obtener clientes que pidieran préstamos. Empero, el *comportamiento en manada* de todos los gobiernos latinoamericanos en la búsqueda de créditos también requiere una explicación, aunque debe sugerirse que este *lado de la demanda* de la ecuación necesita mayor exploración de los economistas e historiadores. En todo caso, cualquier explicación también debe incluir un componente de *economía política* que permita aclarar por qué todos los diferentes tipos de regímenes políticos en América Latina fueron atrapados por el frenesí financiero.

En la Argentina, la expansión de la deuda externa ocurrió básicamente durante la sangrienta dictadura militar de 1976 a 1983, aunque había comenzado antes en pequeña escala. En 1975, la deuda externa argentina llegaba a 7.900 millones de dólares, pero alcanzó los 45.000 millones en 1983. Una revisión de la emisión internacional de bonos públicos argentinos en esos años indica que gran parte estaba garantizada por empresas estatales como Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF) y las compañías estatales de agua, electricidad y teléfonos. Se gastaron grandes sumas en proyectos hidroeléctricos, autopistas y un monto desconocido en gastos militares. Las corporaciones privadas también se endeudaron externamente, aunque esas deudas fueron absorbidas mayormente por el Estado mediante esquemas de cobertura de tipo de cambio en 1982 y 1983.

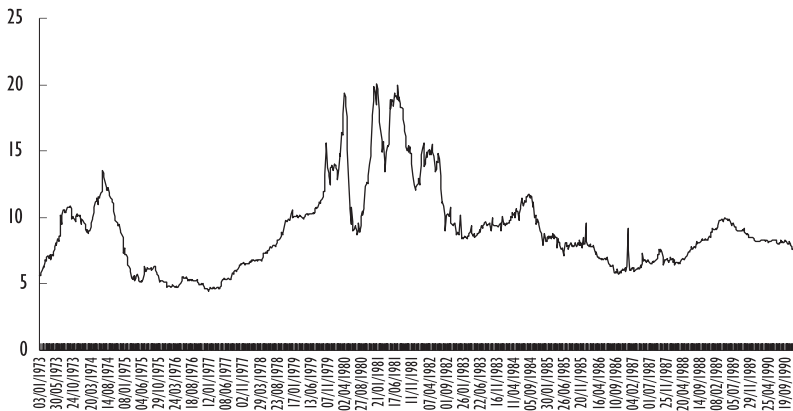
En México, las razones para el creciente endeudamiento externo se relacionaban con la estrategia del partido político oficial, el Partido Revolucionario Institucional (PRI), que deseaba reforzar las políticas populistas que podrían garantizar el mantenimiento de la inmensa burocracia partidaria y continuar con su monopolio del poder político. Uno de los instrumentos clave fue el financiamiento de empresas

estatales que proporcionaban empleo, beneficios burocráticos y miles de contratos. En el decenio del setenta, dos empresas públicas, Petróleos Mexicanos (PEMEX), el monopolio petrolero estatal, y la Comisión Federal de Electricidad (CFE), el consorcio eléctrico estatal, asumieron el mayor número de créditos. La deuda externa de PEMEX había alcanzado apenas 367 millones de dólares en 1970, pero en 1981 sobrepasó los 21.000 millones. Promover la expansión eléctrica fue también una importante prioridad de los gobiernos de los presidentes Luis Echeverría (1970-1976) y José López Portillo (1976-1982), que aumentaron las obligaciones externas de la CFE de 990 millones dólares en 1970 a más de ocho mil doscientos millones para finales de 1981. En todo el resto de América Latina el auge de los créditos también se basó en modelos de capitalismo estatal impulsado por alianzas con bancos internacionales, tecnócratas y generales locales, con la bendición del FMI. El auge de la exportación petrolera impulsó la llegada de grandes flujos de capitales externos, pero también propició un fenómeno inverso que fue la fuga de capitales de las minorías económicas. También cabe subrayar que tanto las empresas públicas como las privadas presionaron fuertemente por los créditos externos a causa de las bajas tasas de interés internacionales en el decenio del setenta. Sin embargo, todo cambiaría a partir de la asunción de Paul Volcker como gobernador de la Reserva Federal en Washington a finales de 1979.

VI. Crisis de la deuda latinoamericana en el decenio del ochenta

Los límites del endeudamiento externo latinoamericano comenzaron a sentirse desde 1980, a raíz de la subida de las tasas de interés. La chispa que encendió el cataclismo financiero no se originó en América Latina, sino que se puede encontrar en el abrupto aumento de tasas de interés en los Estados Unidos. Cuando el nuevo presidente de la Reserva Federal, Paul Volker, decidió cortar la inflación de raíz, lo hizo elevando las tasas de interés hasta el cielo (véase gráfico 6). El resultado fue el enorme aumento de tasas de interés de corto plazo de las deudas internacionales, que también presionó velozmente al alza el servicio de la deuda externa latinoamericana, lo que hizo que la crisis fuera inevitable.

Gráfico 6. Tasa efectiva de interés de los fondos federales de los Estados Unidos, 1970-1989 (%)



Fuente: Federal Reserve Board, "Historical Data", <http://www.federalreserve.gov>.

La suspensión de pagos del gobierno mexicano en agosto de 1982 comenzó una crisis de deuda que rápidamente se propagó. El cese de pagos fue replicado por otros gobiernos latinoamericanos, que también estaban muy endeudados. Como resultado, se debilitaron los mercados financieros y los flujos de capital internacionales. De inmediato se buscaron respuestas de emergencia. Para noviembre de 1982, los actores clave –tecnócratas mexicanos, banqueros internacionales y funcionarios del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos– llegaron a un acuerdo sobre un paquete de 8.000 millones de dólares (aproximadamente la suma que México necesitaba para pagar el servicio de su deuda en 1982 y comienzos de 1983): el FMI proporcionaría 4.500 millones de sus líneas ampliadas de giro para ayudar a garantizar los pagos por servicio de la deuda mexicana; el Banco de Pagos Internacionales (BIS, por sus siglas en inglés) otorgaría 1.850 millones en créditos; y la Commodity Credit Corporation y el Fondo de Estabilización del Tesoro de los Estados Unidos darían 1.000 millones cada uno en fondos adicionales de corto plazo¹¹.

La crisis de la deuda era una amenaza para muchos bancos en los Estados Unidos, Europa y Japón, porque mantenían una pesada cartera de bonos de gobiernos latinoamericanos. Los rescates financieros organizados por los consorcios de bancos internacionales (con algún apoyo del FMI y del gobierno de los Estados Unidos) desde finales de 1982 y durante muchos años sirvieron para salvar a los bancos internacionales de la bancarrota. Sin embargo, las economías latinoamericanas entraron en recesión, acompañada de una fuerte inflación, la multiplicación de bancarrotas de empresas, creciente desempleo y una reducción de los gastos de los gobiernos. A su vez, las restricciones en el gasto público provocaron una caída en los ingresos de cientos de miles de trabajadores públicos y empleados de las administraciones estatales, hospitales, escuelas e instalaciones públicas.

La crisis del decenio del ochenta llevó a la más grave recesión en la región desde la depresión del treinta. Estuvo acompañada y seguida por un proceso profundo

¹¹ Datos de Gurría (1993) y Secretaría de Hacienda (1988, apéndice final).

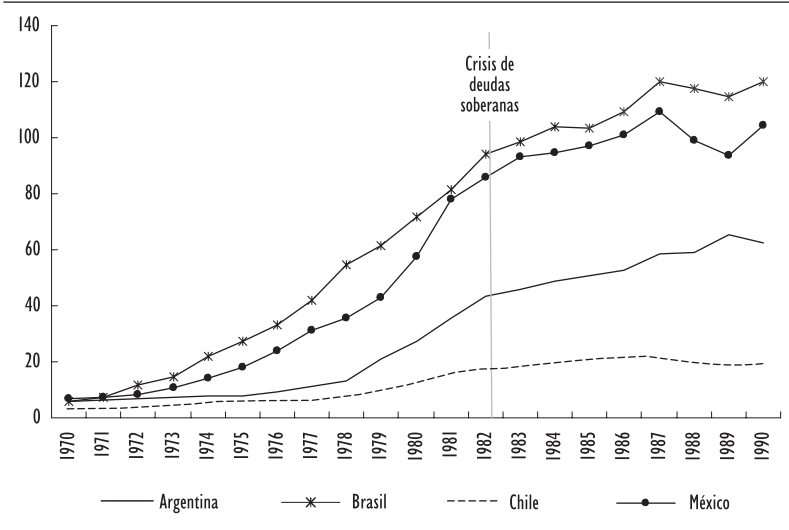
y radical de reestructuración política y económica que incluyó no sólo la renegociación de la deuda, sino la privatización de cientos de empresas estatales, liberalización del comercio y otras reformas *neoliberales*. Estas reformas se basaban en un acuerdo general entre políticos, tecnócratas y banqueros de los países centrales, pero también de los periféricos, conocido como el Consenso de Washington, y estuvo vinculado a la promoción de la globalización financiera sin precedentes. Como resultado de las crisis de la deuda en América Latina y la introducción de políticas económicas neoliberales, aumentó enormemente la publicación de estudios sobre las nuevas tendencias económicas, algunas de las cuales empezaron a explorar la experiencia comparativa de las crisis monetarias, de la deuda¹² y bancarias en el tiempo, y regresaron, en algún sentido, a las preocupaciones de la literatura clásica sobre ciclos económicos y crisis.

Sin embargo, ninguno de esos estudios podía explicar adecuadamente por qué, a pesar de los aparentes beneficios de las reestructuraciones, las deudas externas latinoamericanas continuaban aumentando y han seguido haciéndolo, con unas pocas excepciones, hasta la fecha (véase gráfico 7).

Después de la *década perdida* del ochenta, como fue bautizada por funcionarios del Banco Interamericano de Desarrollo y la CEPAL, comenzó una nueva era de rápida expansión de las finanzas globales desde principios del decenio de 1990. Se reflejó en el rápido crecimiento de los flujos internacionales de capital, en la multiplicación de instrumentos financieros nuevos, en la especulación en los mercados de materias primas y en el crecimiento de los derivados. Este proceso también impulsó la expansión de los mercados financieros y de capitales en los países de la periferia, particularmente en América Latina, Oriente Medio y Asia.

¹² Gran parte de la bibliografía en inglés está incluida en Cline (1995). Existen, sin embargo, muchos estudios más sobre la crisis de la deuda en castellano, portugués y otros idiomas que no están incluidos en este trabajo.

**Gráfico 7. Monto total de la deuda externa, 1970-1990:
Argentina, Brasil, Chile y México (dólares).**



Fuente: World Bank, Global Development Finance, varios años.

Aunque la mayoría de los economistas centraron la atención en las tendencias contemporáneas de globalización, un grupo de economistas monetarios y financieros subrayó la importancia de utilizar una perspectiva histórica para entender épocas anteriores de globalización financiera que podían ofrecer lecciones sobre el presente. Particularmente importantes fueron las contribuciones de Michael Bordo sobre los problemas de análisis históricos de *la anatomía de las crisis financieras* y la naturaleza variable de las crisis monetarias en el largo plazo y de país en país. Otros investigadores se enfocaron en la naturaleza del *contagio financiero* y en los ceses repentinos de los flujos financieros (*sudden stops*) que podían observarse a partir de experiencias históricas muy diversas. Igualmente importantes fueron los estudios sobre la historia de los cambios de los regímenes monetarios mundiales, como lo demuestran el libro clásico de Eichengreen (1996) y otras obras suyas posteriores (2002) que pusieron el tema de la historia financiera de nuevo en la agenda de la investigación de economía financiera.

VII. Crisis de los mercados emergentes, 1995-2001

Para lograr la reestructuración de las finanzas latinoamericanas a finales del noveno decenio, fueron claves el llamado *Plan Brady* y los Bonos Brady, emitidos a cambio de los antiguos bonos que había emitido en los decenios del setenta y del ochenta el Gobierno. México fue el conejillo de indias y marcó el camino, especialmente durante la administración de Carlos Salinas de Gortari (1989-1994). La reestructuración de la deuda mexicana reflejó el éxito de las alianzas forjadas entre el FMI, el Tesoro de los Estados Unidos y los bancos privados internacionales para garantizar la continuación de los pagos del servicio de la deuda y al mismo tiempo impulsar una dramática reestructuración del sector público mexicano, que incluía la privatización de empresas públicas y la liberalización del comercio exterior. El *Plan Brady* comenzó a operar para la deuda mexicana en 1989 y sirvió como modelo básico para subsiguientes acuerdos financieros en la mayoría de los otros países latinoamericanos. Contribuyó muy pronto a una renovada entrada de capitales a México y otras naciones de la región. Gran parte del dinero que empezó a llegar a este país a principios del último decenio provenía de fondos de pensiones y de inversión interesados en los llamados "mercados emergentes", pero un monto importante provenía de los plutócratas mexicanos, que habían ahorrado miles de millones de dólares en los Estados Unidos o en cuentas bancarias en paraísos fiscales. Un motivo importante para el retorno de esos fondos a México fue la privatización de numerosas empresas industriales estatales y firmas bancarias.

Como resultado de las privatizaciones que comenzaron a finales del penúltimo decenio, América Latina empezó a recibir enormes flujos de inversión de cartera. México recibió más de noventa mil millones en dinero caliente entre finales de 1989 y principios de 1993. Sin embargo, las consecuencias fueron inesperadas, ya que propiciaron mayor volatilidad e incertidumbre financiera. La primera gran crisis financiera importante de un *mercado emergente* en el decenio del noventa comenzó con un ataque especulativo contra el peso mexicano y la subsiguiente fuga de capitales a finales de 1994, los cuales llevaron a una severa devaluación, seguida por una enorme crisis bancaria en 1995 y 1996. Como resultado, el gobierno puso en marcha un inmenso plan de rescate para los bancos privados mexicanos, denominado el Fondo Bancario de Protección al Ahorro (FOBAPROA), que todavía opera con un nombre diferente y proporciona grandes montos de dinero público como subsidio anual a los bancos privados, vigente todavía. Los costos fiscales de las crisis financieras y bancarias pueden ser mucho más duraderos y cuantiosos de lo que esperarían los pobres contribuyentes, que son en la práctica los *pagadores de última instancia*.

La crisis también llevó a desembolsar un enorme monto de rescate financiero, diseñado por el entonces nuevo secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Robert Rubin, que en febrero de 2005 juntó un paquete de 13.000 millones de dólares del Fondo de Estabilización del Tesoro de dicho país y 17.000 millones de dólares en un crédito del FMI para apoyar al Banco de México y al gobierno mexicano y asegurar a los inversionistas adinerados (en su mayoría millonarios mexicanos) que recuperarían sus inversiones, particularmente en *Tesobonos*. Éstos y los inversionistas extranjeros habían comprado *Tesobonos*, emitidos por el gobierno mexicano, por la enorme cantidad de 30.000 millones de dólares durante 1994, antes de la devaluación, a un tipo de cambio de entre 3 y 3,5 pesos por dólar. Pero después de la devaluación pudieron cobrarlos a 6 o 7 pesos por dólar en 1995, fundamentalmente con el dinero de los préstamos recibidos de Washington. Luego, se usaron los ingresos de PEMEX para pagarle a Washington. El "rescate" financiero, sin embargo, no rescató a los mexicanos comunes y corrientes: un millón de personas perdieron el em-

pleo en 1995 y se produjo una relativa recesión que duró gran parte del resto de la década.

El desastre financiero mexicano fue la primera de las llamadas crisis de los mercados emergentes, pero fue seguida por el igualmente grave *tsunami* financiero de Asia de 1997, las crisis monetarias y financieras en el Brasil y Rusia en 1998 y, finalmente, el colapso financiero y económico de la Argentina en 2001. Estas múltiples crisis de mediados y finales del último decenio generaron una nueva bibliografía que combinaba teoría e historia financieras y también importantes libros de economistas que llegaron a un público más generalizado. Entre éstos, uno de los más conocidos es Joseph Stiglitz. Este famoso economista y premio Nobel usó sus teorías sobre información imperfecta y mercados imperfectos y su experiencia como asesor en la Casa Blanca durante la presidencia de Bill Clinton y como vicepresidente del Banco Mundial como fuentes de información para producir estudios muy leídos sobre las boyantes finanzas tal decenio. Por su parte, otro premio Nobel, más reciente, Paul Krugman, se enfocó en el análisis de la crisis asiática de 1997 para ofrecer una evaluación sobre los peligros latentes en la nueva dinámica financiera y monetaria internacional. A su vez, el famoso especulador y gerente de enormes fondos de inversión, George Soros, también publicó estudios sobre las características generales de las *nuevas* finanzas globales: sin embargo, sus propuestas no eran realmente muy originales: se basaban en una parte considerable de la extensa bibliografía sobre finanzas e historia financiera que se había multiplicado desde comienzos del decenio del ochenta y en parte de consideraciones algo superficiales, si bien certeras, sobre la psicología del inversor.

Numerosos economistas en América Latina y otros lugares llamaron la atención mucho antes que las figuras mencionadas sobre los riesgos del enorme endeudamiento externo de los países de la periferia y de las crisis monetarias y financieras. En el caso de América Latina, el trabajo de investigadores como Cheryl Payer, Paul Drake (1989) y muchos artículos clásicos de North American Congress on Latin America (NACLA) constituyen bibliografía pionera. Más recientemente, Oscar Ugarteche (1996, 2004) y Eric Toussaint

(1998), entre muchos otros, han publicado innumerables e importantes contribuciones. En cualquier caso, se necesita continuar con este esfuerzo y proporcionar herramientas para futuras propuestas que relacionen el análisis *político* con la comprensión de la dinámica financiera global y las posibilidades de reformar las relaciones financieras internacionales.

VIII. Propuestas políticas para analizar las finanzas globales

Aunque existen muchos estudios de economistas sobre los auges y quiebras financieras en la historia reciente y particularmente en mercados emergentes entre 1995 y 2001, es importante tener en cuenta una floreciente bibliografía sobre las implicaciones políticas de las tendencias financieras globales¹³. Ésta es especialmente importante en orden a considerar futuras propuestas para llevar a cabo una profunda reestructuración de la arquitectura financiera internacional que pueda proporcionar más estabilidad a la economía mundial y una distribución más equilibrada del poder y la responsabilidad financiera. Tal reestructuración les permitiría a las naciones en desarrollo de América Latina, Asia, el Oriente Medio y África participar como actores más efectivos e influyentes en lo que debe ser un nuevo orden financiero mundial.

El primer punto que debe ponerse de resalto a partir de la gran crisis financiera de 2008 es el fracaso repetido de las instituciones de Bretton Woods (I y II) para estabilizar las finanzas mundiales en los últimos decenios. Debe recordarse que el FMI prácticamente agotó sus recursos cuando organizó rescates similares para hacer frente a las sucesivas crisis de finales del decenio del noventa en Tailandia, Indonesia, Corea, Rusia, Brasil y Turquía. Pero también debe recordarse

¹³ Algunos ejemplos incluyen: Pauly (1997), Krassner (1999) y Mosely (2003). Véase también un gran número de estudios de Toussaint en la página electrónica de CADTM (<http://www.cadtm.org>) y de Ugarteche en la página de OBELA (<http://www.obela.org>).

que en ningún caso puede decirse que el FMI fue efectivo en anticipar u impedir el arranque de esas crisis. Durante dicho decenio se exacerbaron las asimetrías financieras y políticas en favor de los Estados Unidos, Europa y Japón. Pero también es importante comprender la forma en que se usó el poder financiero en favor de los intereses políticos, particularmente de los Estados Unidos. Es de especial interés para este análisis el caso de la crisis mexicana de 1995, porque revela el extraordinario papel desempeñado por el gobierno de los Estados Unidos, y en particular por los directivos del Departamento del Tesoro, en proporcionar lo que ellos consideraban era un mecanismo necesario de rescate para las finanzas mexicanas. En realidad, y en contra de los sacerdotes de una economía pura de mercado, las crisis de mercados emergentes del último decenio demuestran que en la medida en que los mercados financieros se han vuelto más complejos e integrados en los últimos decenios, el papel de los gobiernos ha sido crucial. Así, a pesar de la retórica neoliberal de los informes oficiales del FMI, es claro que el gobierno de los Estados Unidos, en alianza con el Fondo, tuvo un papel cada vez más decisivo en la regulación de los mercados financieros, aunque la visión ortodoxa muestra que el papel del FMI es actuar esencialmente como prestamista de última instancia en momentos de enormes emergencias. La operación de rescate financiero organizada en México en febrero de 1995 por el entonces secretario del Tesoro, Robert Rubin, es un caso primordial en este punto. A su vez, el actual colapso financiero de 2008 demuestra que el gobierno de los Estados Unidos no tiene otra opción que intervenir cada vez más profundamente en los mercados bancarios y financieros. Sin embargo, la gravedad de esta crisis y la incompetencia en no poder prevenirla pone en evidencia que el FMI y el gobierno de los Estados Unidos ya no pueden operar como policías o bomberos financieros del mundo.

En este sentido, la paradoja final de la crisis financiera global de 2008 y 2009 indica que después de dedicar enormes cantidades de retórica en los dos decenios pasados sobre las virtudes de la liberalización y globalización financiera, las elites de los Estados Unidos y Europa han tenido que aceptar ahora la necesidad de la *mayor intervención estatal* en los mercados financieros de la historia.

Al tiempo que se llevan a cabo los rescates públicos de los bancos privados en los Estados Unidos y Europa, también se invoca mayor regulación de los mercados financieros. Pero en vista de la recuperación gradual de los bancos privados globales, que serán cada vez más poderosos, parece que será difícil llegar a un acuerdo sobre una nueva arquitectura financiera. En efecto, es probable que se planteen numerosas propuestas para regresar a algunos de los principios de la conferencia original de Bretton Woods. Sobre todo, habrá presiones para reestablecer la hegemonía de la alianza financiera y monetaria de los Estados Unidos, Europa y Japón y se intentará incluir a la China como un socio en este programa. En cualquier caso, la pregunta central es si un retorno al marco institucional de Bretton Woods y a los acuerdos de compartir el poder del G-7 es una opción atractiva o conveniente para las naciones de América Latina, Asia, África y Oriente Medio. Evidentemente, éste no es el caso. Por tanto, una pregunta clave es: ¿cómo será la nueva arquitectura financiera? Ésta es una pregunta que se debate hoy día con gran intensidad a escala internacional y aún no conocemos las posibles respuestas, que serán de interés para toda la humanidad.

Referencias

Bernanke, B. (2000). *Essays on the great depression*. Princeton, N. J.: Princeton University Press.

Bordo, M., & Eichengreen, B. (1997). *Implications of the great depression for the development of the international monetary system*, London: Centre for Economic Policy Research.

Bordo, M., Goldin, C., & White, E. (Eds.) (1998). *The defining moment the Great Depression and the american economy in the twentieth century*. Chicago: University of Chicago Press.

Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D., & Martínez-Peria, M. S. (2000). Is the crisis problem growing more severe? http://econweb.rutgers.edu/bordo/Crisis_problem_text.pdf (consultado el 1º de octubre de 2009).

Cline, W. (1995). *International debt reexamined*. Washington, D. C.: International Institute of Economics.

Devlin, R. (1989). *Debt and crisis in Latin America. The supply side of the story*. Princeton: Princeton University Press.

Drake, P. (1989). *The money doctor in the Andes: The Kemmerer Missions, 1923-1933*. London: Duke University Press.

Eichengreen, B. (1992). *Golden fetters: The gold standard and the Great Depression, 1919-1939*. New York: Oxford University Press.

Eichengreen, B. (1996). *Globalizing capital, a history of the international monetary system*. Princeton: Princeton University Press.

Eichengreen, B. (2002). *Financial crises and what do about them*. New York: Oxford University Press.

Giffen, R. (1904). The Liquidations of 1873-76, en *Economic Inquiries and Studies*, London, G. Bell.

Gurría, J. Á. (1993). *La política de la deuda externa*. México, D. F.: Fondo de Cultura Económica.

Jenks, L. H. (1928). *Our cuban colony. A study in sugar*. New York: Vanguard Press.

Juglar, C. (1889). *Des crises commerciales et leur retour periodique en France, en Angleterre et aux Etats-Unis*. Paris, Fayard.

Kindleberger, C. (1978). *Manias, panics and crashes. A history of financial crises*. London: MacMillan.

Kondratiev, N, (1935). Los grandes ciclos de la vida económica. *Ensayos sobre el Ciclo Económico*, 35-56; Gottfried Haberler compilador. Fondo de Cultura Económica, México, 2ª ed. 1956.

Krassner, S. (1999). *Sovereignty: Organized hypocrisy*. Princeton: Princeton University Press.

Lauck, W. J. (1907). *The causes of the panic of 1893*. Boston-New York: Houghton Mifflin and Company.

Lewis, W. A. (1978). *Growth and fluctuations, 1870-1914*. London: Allen and Unwin.

Long Thorp, W. (1926). *Business annals*. New York: National Bureau of Economic Research.

Marichal, C. (1989). *A century of debt crises in Latin America, 1820-1930*. Princeton: Princeton University Press.

Marichal, C. (1989a). *Historia de la deuda externa de América Latina* (cap. 3, p. 95). Madrid: Alianza.

Mosely, L. (2003). *Global capital and national governments*. New York: Cambridge University Press.

Pauly, L. W. (1997). *Who elected the bankers: Surveillance and control in the world economy*. New York: Cornell University Press.

Payer, C., (1974). *The debt trap: The International Monetary Fund and the Third World*. Nueva York: Monthly Review Press.

Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2008). *This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises*, NBER Working Paper no. 13882, pp. 1-121. (Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.)

Romer, C. D., & Romer, D. H. (Eds.) (1997). *Reducing inflation: Motivation and strategy*. Chicago: University of Chicago Press.

Rostow, W. W. (1978). *The world economy: History and prospect*. Austin: University of Texas Press.

Schumpeter, J. A. (1939). *Business cycles: A theoretical, historical and statistical analysis of the capitalist process*. New York-London: McGraw-Hill.

Secretaría de Hacienda y Crédito Público (1988). *Deuda externa pública mexicana*. México, D. F.: Fondo de Cultura Económica.

Shiller, R. J. (2005). Stock market data Irrational Exuberance. <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.html> (consultado el 1° de octubre de 2009).

Smith, P. (1969). *Beef and politics in Argentina: Patterns of conflict and change*. New York: Columbia University Press.

Stone, I. (1999). *The global export of capital from Great Britain, 1865-1914: A statistical survey*. New York: St. Martin's Press.

Thorp, W. L. (1926). *Business Annals*. New York.

Toussaint, E. (1998). *Deuda externa en el Tercer Mundo: las finanzas contra los pueblos*. Caracas: Nueva Sociedad.

Triner, G. D., & Wandschneider, K. (2005). The baring crisis and the brazilian encilhamento, 1889-191: An early example of contagion among emerging capital markets. *Financial History Review*, 12 (octubre), 199-226.

Ugarteche, O. (1996). *El falso dilema: América Latina en la economía global*. Lima: Fundación Friedrich Ebert.


Ugarteche, O. (2004). *Adiós Estado, bienvenido mercado*. Lima: Fundación Friedrich Ebert.

Serie Cátedra Corona

1. Gustavo González Couture *Consenso o ejemplaridad. Una primera aproximación desde la noción de 'sistema'*, 2001, primera reimpresión, 2001, 44 páginas.
2. Eduardo Posada Carbó *Reflexiones sobre la cultura política colombiana*, 2001, segunda reimpresión, 2003, 40 páginas.
3. Pablo Martín Aceña *La historia de la empresa en España*, 2002, primera reimpresión, 2002, 80 páginas.
4. Manuel Rodríguez Becerra *El futuro ambiental de Colombia*, 2002, primera reimpresión, 2003, 96 páginas.
5. Frank Safford *Los valores socioculturales, las estructuras y las políticas públicas en el desarrollo colombiano*, 2002, tercera reimpresión, 2005, 64 páginas.
6. Mario Cerutti *Empresariado y empresas en el norte de México. Monterrey: de una economía de frontera a las alianzas estratégicas (1850-2000)*, 2002, primera reimpresión, 2003, 100 páginas.
7. Raúl García Heras *Presiones externas y política económica: El Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial en Argentina, 1955-1966*, 2003, 116 páginas.
8. Lidia Heller *La especificidad de los liderazgos femeninos: ¿hacia un cambio en la cultura de las organizaciones?*, 2003, 68 páginas.
9. Carlos Malamud *El largo camino para la paz en Colombia. Las difíciles relaciones de Colombia con sus vecinos*, 2004, 124 páginas.
10. Henry Gómez y Patricia Márquez *Responsabilidad social corporativa como estrategia de negocio*, 2004, 60 páginas.

11. Tatiana Zalan *Strategies for Global Leadership: The Australian Experience*, 2007, 48 páginas.
12. Marco Palacios *"Plan Colombia": ¿anti-drogas o contra-insurgencia?*, 2007, 44 páginas.
13. Javier Vidal Olivares *Las alianzas empresariales en la aviación comercial: Iberia, LAE (1950-1978)*, 2008, 74 páginas.
14. Darius Miller *The Benefits and Costs of Cross-listing in the United States*, 2009, 36 páginas.



Este libro
se terminó
de imprimir y en-
cuadernar en marzo
de 2010 en Bogotá, D. C.,
Colombia. Se compuso en la
fuente Candida BT de cuerpo
10,5 puntos.  fuente Candida BT de cuerpo
Colombia. Se compuso en la
de 2010 en Bogotá, D. C.,
cuadernar en marzo
de imprimir y en-
se terminó
Este libro

