

Convergencia. Revista de Ciencias Sociales
ISSN: 1405-1435
revistaconvergencia@yahoo.com.mx
Universidad Autónoma del Estado de México
México

Arenas Rosales, René
Cambios Financieros Globales y su Impacto sobre el Sistema Monetario Internacional
Convergencia. Revista de Ciencias Sociales, vol. 6, núm. 19, mayo-agosto, 1999
Universidad Autónoma del Estado de México
Toluca, México

Disponible en: http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=10501906

- Cómo citar el artículo
- Número completo
- Más información del artículo
- Página de la revista en redalyc.org

Sistema de Información Científica
Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal
Proyecto académico sin fines de lucro, desarrollado bajo la iniciativa de acceso abierto

Cambios Financieros Globales y su Impacto sobre el Sistema Monetario Internacional

René Arenas Rosales

Facultad de Ciencias Políticas y Administración Pública - UAEM

Resumen: El rompimiento definitivo del régimen de Bretton Woods, en marzo de 1973, representó un cambio fun da men tal de tasas pegableajustable a uno de mayor flexibilidad en la administración de las tasas de cambio. Adicionalmente, la turbulencia de las variables económicas y la promoción de los flujos globales de cap i tal privado ha sido excesiva; por lo tanto, el estado ac tual de los acuerdos monetarios requiere de algunas modificaciones básicas para promover una mayor estabilidad. En este sentido, el ganador del Premio No bel, James Tobin, ha argumentado qué controles o desincentivos sobre los movimientos de capital deberían de ser impuestos –en la forma de un impuesto igualitario sobre la tasa de interés– así como "echar algo de arena sobre las ruedas" del sistema y estabilizar su respuesta hacia los disturbios. En ese tenor, el FMI únicamente ha realizado algunos pasos para fortalecer la supervisión bancaria, pero nunca pasos para reformas fundamentales. Por lo tanto, argumento que la emergencia de los mercados financieros globales ha alterado sustancialmente la realidad, que el FMI había intentado administrar.

Abstract: *The de fin i tive break down of the Bretton Woods, re gime in march 1973, rep re sented a fun da men tal shift from a sys tem of ad just able pegs to one of wider flex i bil ity in the man age- ment of ex change rates. In deed, the tur bu lence of eco nom ics vari ables and the pro mo tion of global flows of pri vate cap i tal has been ex ces sive by any mea sure, and there fore the cur rent state of in ter na tional mon e tary ar range ments re quires some ba sic mod i fi ca tions to pro- mote greater sta bil ity. In these sense, the No bel Prize win ner James Tobin has ar gued that con trols or dis in cen tives on cap i tal move ments should be im posed –in the form of, say, in ter est rate equal iza tion taxes– so as to "throw some sand on the wheels" of the sys tem and the sta bi lize its re sponse to dis tur bance. In these tenor, the IMF has maked only some steps to strengthen sur- veil lance, but never steps to fun da men tal re forms. There fore, I ar gue that the emer gence of global fi nan cial mar kets has fun da men tally al tered the re al ity, that the IMF was in tended to man age.*

El rompimiento del sistema de tasas de cambio fijas y su sustitución por tasas de cambio flexibles, en los inicios de los setenta, marcaron el rompimiento del mayor acuerdo monetario internacional de la posguerra (Arenas,1997), dejando pendiente desde ese momento y hasta nuestros días un pacto de estabilización financiera y monetaria mundial que ha permitido un ambiente más propicio y estable para los mercados financieros globales. En los hechos, el rompimiento de las reglas doradas del *gold exchange standard* significó la entrada a una economía internacional de

endeudamiento con fuentes no oficiales de financiamiento. Ciertamente, durante esos años la gran mayoría de naciones, principalmente los países en desarrollo (PED), contrajeron fuertes créditos con el mercado privado internacional, el cual se encontraba en una situación de franca expansión, gracias a los grandes recursos financieros que ofrecía el reciclaje del capital petrolero y la tenaz dinámica que ya manifestaba el mercado del eurodólar. Este rápido crecimiento del mercado del eurodólar tuvo durante la década de los setenta, al menos, dos influencias perturbadoras en el funcionamiento del sistema monetario mundial: en primer lugar, se dio una expansión acelerada de la liquidez privada internacional, la cual posibilitó a la banca privada transnacional el conceder grandes empréstitos a los países en desarrollo, los cuales aceptaron gustosos por el hecho de que no sólo existía una escasez de recursos por parte de las instituciones oficiales (FMI, BIRF, BID, etc.), sino también por sus crecientes necesidades de crédito internacional para continuar su proceso de crecimiento económico. Una segunda consecuencia fue el rápido aumento de los flujos internacionales de capital, que al no existir ninguna autoridad monetaria que controlara la expansión del crédito en euromonedas, ocasionó una fuerte desestabilización del sistema monetario internacional. Al mismo tiempo, con el crecimiento de los flujos especulativos de capital se hizo inevitable la presencia de los tipos de cambio fluctuantes (ver cuadro 1), debido a la resistencia de los bancos centrales de convertir sus reservas de monedas fuertes en monedas débiles.

CUADRO 1. VOLATILIDAD DE LAS TASAS DE CAMBIO 1960-94
(Cambio porcentual mensual de la desviación estandar)

TASAS DE CAMBIO NOMINALES	1960-71	1972-80	1981-90	1991-94
Dólar Americano/Marco Alemán	0.82	3.43	3.39	4.04
Dólar Americano/Yen	0.8	3.06	3.52	2.55
Yen/Marco Alemán	1.08	3.21	2.68	3.22

Fuente: Banco de Pagos Internacionales 1996.

Posteriormente, la crisis de endeudamiento latinoamericano en 1982, y sobre la base de innovaciones financieras, se pasó hacia mediados de los ochenta a una economía de los mercados financieros. Esta tendencia se caracterizó porque las finanzas directas sustituyeron a la intermediación clásica. La desintermediación de las finanzas no fue más que el proceso de obtención de recursos financieros a través de

la colocación directa, por parte de las empresas, de títulos o bonos en el mercado bursátil o de fusiones internacionales entre compañías.

Finalmente, desde inicios de los noventa se asiste a un nuevo tipo de regulación denominado economía internacional de especulación. En ese escenario, los noventa han sido la extensión mundial del nuevo sistema financiero mundial centrado sobre la base del dinero electrónico, la titularización-bursatilización del crédito, los fondos mutuales y de pensiones, así como la generalización de la reforma de corte neoliberal en los PED. La convergencia de esos procesos resultó en una economía internacional unificada en torno a varias esferas interconectadas de integración global. Sobresaliendo, desde luego, la globalización de los circuitos financieros.

Por lo tanto, las tres grandes tendencias suscitadas en las décadas pasadas y en la actual integraron y tornaron más global el sistema financiero mundial. De tal suerte que, hoy en día, es un hecho que los acontecimientos financieros y monetarios de una nación industrializada o en desarrollo incidan de inmediato en las demás y asimismo haya aumentado grandemente el volumen y la volatilidad de los mercados financieros. Bajo esas circunstancias, una característica central del sistema financiero global es su cambio vertiginoso en el tamaño, complejidad y rapidez de los mercados de capital internacional.

En efecto, en cuanto a su tamaño, los mercados de capital internacional se caracterizan por el gran volumen de recursos financieros que manejan. Situación que facilitó el acceso a muchos PED en particular a los denominados países emergentes. Ciertamente los flujos de capital privado internacional hacia los PED, crecieron alrededor de 137 000 millones de dólares en 1994 a un máximo histórico de 208 000 millones de dólares en 1996. No obstante esta situación, se invirtió dos años más tarde, cayendo los flujos internacionales a menos de 100 000 millones de dólares (ver cuadro 2). Y peor aún, para este año, las proyecciones sobre las corrientes brutas de financiamiento privado dirigidas a economías emergentes sostienen que continuarán cayendo. Al menos, así lo vaticina el FMI: “seguirá registrándose en este año una disminución superior a los 23 mil millones de dólares, en la afluencia neta de capitales privados hacia las economías emergentes, dada la reorientación que experimentaron los

flujos internacionales tras la crisis asiática y su contagio a Rusia y Brasil" (El Financiero,1999: 10).

CUADRO 2. FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO A PAISES EMERGENTES
(Miles de millones de dólares)

	1994	1995	1996	1997	1998e	1999e
Flujos de Capital Privado Netos	136.6	156.1	207.1	157.7	99.5	168.6
Inversión Directa Neta	75.4	84.3	105	119.4	99.1	99.1
Inversión de Portafolio Neta	85	20.6	42.9	40.6	19.4	32.2
Otras Inversiones Netas	-23.8	51.2	60	-5.3	-19	37.3
Flujos Oficiales Netos	9.1	27.4	-3.4	17.5	28.6	5.7
Variación de las Reservas	42.4	-65.6	-103.4	-55.2	-37.3	-80.8
FLUJOS DE CAPITALES NETOS						
Asia	63.1	91.8	102.2	38.5	1.5	58.8
América Latina	47.4	35.7	80.5	91.1	71.7	82
Medio Este	15.5	14.8	20.7	16.1	18.7	16.4
Países en Transición	18.4	29.8	21.3	34.5	35.4	39.2
Economías Recién Industrializadas	5.5	6.1	11.7	-15.4	-12.9	-11.3

FUENTE: Fondo Monetario Internacional. Annual Report. 1998.

Este apocamiento en las expectativas de los flujos de cap i tal se hace más dramático si tomamos en consideración que ellas se han concentrado sólo en las naciones en desarrollo que han aplicado con éxito sus programas de estabilización macroeconómica, realizando sólidas reformas estructurales e instaurando un ambiente de estabilidad política. Adicionalmente, se requiere en la práctica que estas condiciones fundamentales incluyan: la liberalización de la política económica, la apertura del sector bancario y financiero, la implementación de regímenes de comercio e inversión abiertos, la protección de los derechos de propiedad y la creación de un ambiente institucional predecible. Todas ellas son garantías insalvables que exigen los inversionistas en el ámbito mundial. Así las cosas, todo parecía que funcionaba perfectamente y que aquellas naciones que prosiguieran por la senda del Consenso de Washington continuarían disfrutando de los flujos de capital en cantidades significativas. Pero repetimos, el impacto de la crisis asiática hizo inevitable el fuerte descenso de los flujos de capital privado a los mercados emergentes desde 1997.

Dicho de otro modo, la causa fundamental de la drástica reducción de los flujos de capital se debió, casi en su totalidad, al cambio de sentido de las corrientes financieras en los cinco países más afectados por la cri sis de Asia. Es cierto, como se observa en el cuadro 3, las cinco economías más afectadas por la crisis registraron una salida neta de cap i tal privado de 12 000 millones de dólares en 1997, mientras que en

1996 registraron una entrada de 93 000 millones de dólares. Contrariamente, los flujos de capital oficiales a las cinco economías aumentaron de prácticamente cero en 1996 a 27 000 millones de dólares en 1997, debido a que el FMI, el Banco Mundial, el Banco Asiático y los gobiernos proporcionaron asistencia financiera para sus programas de ajuste. Como se ve, existe un carácter cíclico del capital internacional, evidenciando que cuando las condiciones son propicias y estables permanecen y cuando varían son los primeros en fugarse. En suma, como lo sugiere nuestro análisis, en el origen de la crisis está el cambio de dirección de las corrientes financieras y la especulación contra el dólar.

CUADRO 3. CINCO ECONOMIAS DE ASIA: FINANCIAMIENTO EXTERNO
(Miles de millones de dólares)

	1994	1995	1996	1997*	1998**
Balanza En Cta Cte	-24.6	-41.3	-54.9	-26	17.6
Financiamiento Externo Neto	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
Flujos de Capital Privados, Neto	40.5	77.4	93	-12.1	-9.4
Inversión en Acciones	12.2	15.5	19.1	-4.5	7.9
Inversión Directa	4.7	4.9	7	7.2	9.8
Inversión de Cartera	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
Acreedores Privados	28.2	61.8	74	-7.6	-17.3
Bancos Comerciales	24	49.5	55.5	-21.3	-14.1
Acreedores Privados no Bancarios	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.2
Flujos de Capital Oficiales. Neto	7	3.6	-0.2	27.2	24.6
Instituciones Financieras Internacionales	-0.4	-0.6	-1	23	18.5
Acreedores Bilaterales	7.4	4.2	0.7	4.3	6.1
Prestamos a Residentes/ Otros, Neto 1	-17.5	-25.9	-19.6	-11.9	-5.7
Reservas, Excluido El Oro (-= Aumento)	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

Nota: Las cinco economías son: Corea, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia.
*** estimaciones**
**** Pronóstico del IIF**
1 Incluidos los préstamos netos a residentes, el oro monetario y los errores y omisiones.
DATOS: Instituto de Finanzas Internacionales.

Por lo que corresponde a la complejidad de los mercados financieros internacionales se hace énfasis en la desregulación del mercado de valores y sobre todo en la expansión exponencial que tuvo en los noventa el mercado de derivados: futuros, opciones y *swaps*. Como sabemos, hasta el momento, este fenómeno ha acabado con todos los límites anteriormente existentes entre la banca tradicional y las operaciones con títulos. De igual manera, el fenómeno de la titularización ha echado por tierra la distinción tradicional en tre bancos y no bancos así como ha erosionado la efectividad de las funciones de política monetaria de las instituciones financieras privadas nacionales.

Por lo tanto, con la internacionalización de los portafolios financieros, las inversiones en cartera se convirtieron en una fuente

primaria de utilidades para los grupos de capital internacional pero en detrimento de inversiones productivas. Consecuentemente, la titularización no sólo dio pie a que los prestamistas y prestatarios encontraran más fácil el trato directo a través de la intervención bancaria sino incluso se fomentó la concentración y la creación de conglomerados financieros, los cuales operan simultáneamente mercados de dinero, bonos y divisas. Por ello, la titularización expone a las instituciones financieras a riesgos adicionales e incrementa el peligro de inestabilidad del sistema financiero mundial.

Por último, el crecimiento espectacular del mercado de derivados es un hecho indiscutible en esta fase de la desregulación financiera. Al menos así lo ratifica su notable crecimiento, el cual pasa de 1 591 millones de dólares en 1987 a más de 34 000 millones en 1996 (ver cuadro 4). Pese a esta expansión con sid er able, el mercado de derivados no ha consolidado un sistema financiero más estable, sino más bien ha propiciado todo lo contrario: un sistema monetario internacional más frágil, especulativo y proclive a una cri sis generalizada. En conclusión, la entrada de capital externo en sumas considerables por la comercialización de acciones, por ejemplo, en los mercados domésticos puede desencadenar burbujas especulativas y la revaluación de la moneda. La consecuente baja de precios en el mercado de valores puede asimismo provocar grandes salidas de cap i-tal, depreciación cambiaria y, peor aún, inestabilidad monetaria general.

CUADRO 4. CRECIMIENTO DEL MERCADO DE DERIVADOS 1987-1996

Miles de millones de dólares

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Instrumentos Comerciales Cambiarios	725	1306	1768	2292	3523	4641	7839	8862	9185	9885
Futuros de la Tasa de Interes	488	895	1201	1454	2157	2902	4960	5778	5863	5931
Opciones de La Tasa de Interes	122	279	388	600	1073	1385	2362	2624	2742	3278
Futuros Monetarios	14	12	15	16	18	25	30	40	38	50
Opciones Monetarias	60	48	50	56	61	80	81	55	43	47
Stock del Mercado de Indices Futuros	18	28	42	70	77	81	119	127	172	199
Opciones Sobre Indices Stock de Mercado	23	44	72	96	137	168	286	238	327	380
Instrumentos Fuera de la Bolsa	866	1330	2402	3451	4449	5346	8475	11303	17990	24292
Tasa de Interes de Swaps	683	1010	1503	2312	3065	3851	6177	8816	12811	...
Swaps Monetarios	183	320	449	578	807	860	899	914	1197	...
Otros Instrumentos	450	561	577	635	1398	1573	3705	...	...	...
Total	1591	2636	4170	5743	7972	9987	16314	20165	27175	34177

FUENTE: Banco De Pagos Internacionales. 1997
*** Incluye: Mínimos, Cambios Y Coberturas.**
... No Disponible

En contraste, la velocidad de los mercados de capitalinternacional se refiere a que los mercados financieros nacionales y extranjeros fueron abriéndose e integrándose dentro de un mercado global único que funciona las 24 horas del día. Sin embargo, el explosivo crecimiento de los flujos financieros internacionales no sólo ha

excedido el crecimiento del comercio y de la inversión extranjera, sino lo más grave, que su abundancia se ha convertido en un elemento desestabilizador de la economía mundial.

En síntesis, el cambio exponencial en el tamaño, complejidad y rapidez de los mercados de cap i tal internacional no ha propiciado una mayor estabilidad al sistema financiero internacional. Por el contrario, su dinámica –junto con el modelo indiscriminado de apertura financiera y bancaria propuesto por el FMI y el Banco Mundial– ha generado una tendencia a shocks financieros de mayor magnitud y durabilidad. En particular, la crisis en las naciones asiáticas, otrora el gran ejemplo a seguir, no sólo es de carácter coyuntural sino de naturaleza estructural. Ha de sumarse que sus severas dificultades y frecuentes pánicos monetarios han obstaculizado la permanencia de los flujos de cap i tal, además de haber propiciado, como lo demuestra el cuadro número 5, un apocamiento en sus expectativas de recuperación económica. Por lo visto, la tormenta bursátil no se ha alejado. Así lo demuestran las turbulencias brasileñas de 1999. Por lo tanto, estas crisis reaparecerán en el futuro, con igual o mayor intensidad, debido a que los elementos que las originaron aún subsisten y porque no se han incorporado reformas al sistema financiero mundial que puedan controlarlas.

Cuadro 5. PRONÓSTICO DE CRECIMIENTO DEL PIB EN ALGUNOS PAÍSES 1998
(porcentaje anual)

	mayo	octubre	diciembre	Revision mayo/diciembre
Total Mundial	4.4	4.3	3.5	-0.9
Estados Unidos	2.2	2.6	2.4	0.2
Japón	2.9	2.1	1.1	-1.8
Países Industriales de Europa	2.9	2.8	2.7	-0.2
Indonesia	7.4	6.2	2	-5.4
Malasia	7.9	6.5	2.5	-5.4
Filipinas	6.4	5	3.8	-2.6
Tailandia	7	3.5	*	-7
Corea	6.3	6	2.5	-3.8

*** insignificante o cero**
FUENTE: Fondo Monetario Internacional. World Economic Outlook. Diciembre de 1997.

De la misma manera, aun cuando la causa de la crisis confirma que mientras perduren los problemas estructurales de las economías emergentes, persistirán efectos dominó; en los hechos, se sigue

insistiendo que el camino correcto es el de la reforma estructural fondomonetarista. Al menos, en esa perspectiva lo ha planteado el director, gerente del fondo, Michael Camdessus, al sostener que "si se aplican las reformas necesarias el crecimiento quizás sea más lento en los próximos años pero la región puede salir fortalecida de la crisis" (Boletín del FMI, núm. 22, 1997: 370). Dicha opinión no deja de ser interesante pero limitada. No estoy diciendo, desde luego, que no se requieran fuertes ajustes y modificaciones a la política económica implementada por el territorio asiático. Más bien me refiero a que se ha demostrado que el camino del libre mercado capitalista no es el más propicio para de fender las monedas de los ataques especulativos y que la problemática de las economías emergentes es definitivamente de carácter estructural. Por lo tanto, mientras no se combatan los escollos endógenos es casi inevitable que en un mundo de liberalización financiera y fuertes flujos de capital se pueda proteger a la moneda nacional de los embates especulativos externos.

En ese tenor, el gran asunto pendiente es la instauración de medidas de política supranacional que estabilicen y den un ambiente financiero-bursátil más predecible y duradero. Luego entonces, la única manera de detener los constantes ataques especulativos a los países con monedas débiles es a través de la implementación de reglas a la especulación financiera que permitan contar con instrumentos de control y compensación de flujo de capitales.

Principales planteamientos sobre los controles financieros internacionales de capital

He insistido que la estabilidad financiera y monetaria son de importancia cen tral para el funcionamiento efectivo de una economía de mercado. Ellas proporcionan las bases para las decisiones racionales acerca de las asignaciones de recursos reales a través del tiempo y por lo tanto mejoran el clima para el ahorro y la inversión. Por el contrario, su ausencia crea incertidumbres peligrosas que pueden conducir a una mala asignación de los recursos. En casos extremos, las dislocaciones pueden tener severos efectos adversos sobre la actividad económica y aún sobre las estructuras políticas. Finalmente el crecimiento y la integración de los mercados financieros mundiales han incrementado la importancia de las acciones para salvaguardar la estabilidad con tinua del sistema en el largo plazo. Consecuentemente,

el mantenimiento de la estabilidad y las soluciones al riesgo sistémico son así un objetivo clave de las autoridades monetarias.

Entre las resoluciones preventivas al riesgo sistémico destacan: a) los coeficientes prudenciales, b) los cortos circuitos financieros y el impuesto Tobin, y c) el prestamista de última instancia.

Los coeficientes prudenciales.

En realidad, la cooperación internacional en el cam po de la supervisión bancaria comenzó en la década de los setenta como consecuencia del rápido crecimiento del mercado del eurodólar y de eurobonos. Su propia dinámica y peligrosidad hizo reflexionar a las autoridades monetarias de la necesidad de crear una función de supervisión bancaria, que al igual que como sucedió en los sistemas bancarios nacionales, sólo fue reconocida, en toda su magnitud, después del colapso vivido por la banca. A la sazón, el fracaso sufrido por el Bankhaus Herstatt y el Banco Nacional Franklin, en 1974, condujo al concordato de Basilea en 1975. Más adelante otra crisis bancaria, el caso del Banco Ambrosiano, lleva en 1983 a la revisión de dicho convenio. Posteriormente, no sólo la incapacidad del Tratado de Basilea para prevenir el mal manejo prudencial sino también el colapso del Banco de Crédito de Comercio Internacional aprobó nuevas revisiones del tratado en 1992. Esta última inspección del concordato especificó los llamados "estándares mínimos de supervisión agregada" por el grupo de bancos centrales del G-10, en donde sobresalen: la supervisión consolidada, la creación de una unidad bancaria fronteriza múltiple, y la mayor autoridad depositada en los reguladores financieros para conseguir información e imponer restricciones prudenciales sobre una operación bancaria.

Paralelamente, el Comité de Basilea ha tratado de establecer un nivel adecuado para las operaciones internacionales de los bancos. Con este propósito se instauró, en 1988, el Acuerdo de Adecuación de Cap i-tal. Este convenio instituyó los detalles de un marco para medir la adecuación de capital y los patrones mínimos que los bancos internacionales deberían lograr. Esta norma, que se definió como una razón mínima de cap i tal a to tal de activos ponderados por el riesgo fue fundamentalmente dirigida para evaluar el capital en relación con el riesgo de crédito. Más tarde, en mayo de 1993, las nuevas iniciativas propusieron expandir los requerimientos de adecuación de cap i tal para

abarcar el riesgo de mercado, es decir, para cubrir los riesgos de tasa de interés y los riesgos de inversión sobre valores mobiliarios. Finalmente, la última iniciativa del Comité de Basilea,[1] presentada a inicios de 1997, pretende ayudar a las autoridades de los mercados emergentes a estrechar sus acuerdos de supervisión y propiciar una mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales.

No obstante el progreso logrado por la cooperación internacional en materia de supervisión bancaria, ésta sólo se ha concentrado en mejorar los estándares de cap i tal y en la supervisión prudencial de los bancos. Es más, el punto débil y la desventaja inicial de los estándares de cap i tal internacional fue que ellos únicamente se aplicaron a los bancos. Por lo tanto, aun cuando las aseguradoras son los principales actores financieros en el mercado de derivados, el hecho es que únicamente se impulsaron medidas para su control hasta el verano de 1994. Esta inconsistencia financiera mundial contribuyó notablemente en la producción de mayores riesgos de quiebra dentro del sistema monetario global. En suma, todo parece indicar que sí continua: a) la constante concentración del mercado de derivados, b) los mayores enlaces en tre mercados financieros creados por el comercio de este tipo de novedosos instrumentos bursátiles, c) la falta de una mejor transparencia en las operaciones con los *swaps* y d) la turbulencia en el mercado de bonos; la probabilidad de cambios extremos en el precio de las acciones puede ser mayor y sus consecuencias más extendidas que en el pasado. En casos extremos, la expansión progresiva de los mercados financieros internacionales provocará una elevación adicional en los riesgos implicados en la ejecución de las transacciones financieras que difícilmente alejarán el riesgo de mercado y evitarán el fracaso del sistema.

En ese tenor y para infortunio nuestro, el Comité de Basilea no ha pretendido ni ha buscado administrar ni prevenir crisis bancarias de carácter internacional. Su objetivo es más modesto: establecer patrones generales de supervisión y recomendaciones para las autoridades supervisoras, promoviendo así la convergencia hacia al tos

[1] La última iniciativa del Comité de Basilea, emitida a inicios de 1997, es un conjunto de 25 principios centrales de supervisión bancaria que tienen como objetivo cen tral ayudar a las autoridades de los mercados emergentes a estrechar sus acuerdos de supervisión y ha propiciar una mayor estabilidad en los mercados financieros internacionales. Según el comité "los [nuevos] principios representan los elementos básicos de un sistema de supervisión efectivo". Al respecto ver: *The Economist,* abril de 1997

patrones de con trol prudencial en un sentido pragmático. Sin em bargo, muchos desafíos tendrán que ser sorteados y readecuados a la nueva infraestructura financiera caracterizada por un ambiente constantemente global y desregulado.

Así, dado que el objetivo primario del Comité de Basilea es asegurar que todos los establecimientos bancarios tengan una supervisión puntual, una tarea pendiente del comité, en el futuro próximo, es el establecimiento de reglas prudenciales uniformes para todos los bancos y también para los no bancos (casas inmobiliarias y compañías aseguradoras). De la misma manera es urgente la implementación, dentro de la coordinación bancaria cen tral, de una reforma institucional que evite el riesgo sistémico. No obstante, nuevamente es aquí donde los problemas crecen, puesto que una reforma de tal naturaleza implica la cedeción de algún grado de soberanía nacional a una institución supranacional.

Los cortos circuitos financieros y el impuesto general Tobin

Estos mecanismos para prevenir el riesgo sistémico tratan, en el primer caso, de interrumpir las transacciones financieras cuando estas son perturbadas. En efecto, después del *crack* bursátil estadounidense de 1987 se ha generalizado una serie de "cortos circuitos" para impedir que el sistema financiero se vea amenazado severamente ante la presencia de burbujas especulativas de capital. La gran ironía de este diseño es que no resuelve los problemas financieros sino sólo pospone, unas cuantas horas, su inminente presencia.

Una similar pero radical postura es el impuesto general a los movimientos del capital especulativo, propuesto, en 1978, por James Tobin. El poseedor del Premio Nobel observó que los movimientos internacionales de capitales que se dirigen a proyectos productivos representaban una fracción muy pequeña de las transacciones financieras internacionales y que el grueso de esa cifra eran movimientos especulativos de capital. Pues bien, para ser funcional y frenar los flujos especulativos, este impuesto tendría que ser igual en todos los países de mundo. Por tanto, Tobin esta convencido de que:

> *El impuesto sobre las transacciones es una forma de echar arena en las ruedas de vehículos financieros super eficientes. El 0.5% del impuesto se traduce en una tasa anual de un 4.0% en un viaje de ida y vuelta de tres meses de duración dentro de un mercado de divisas y más para viajes más cortos... El mismo impuesto sería un pequeño freno para hacer más lentos los viajes de ida y vuelta... Si es así, los*

> *especuladores son los mas afectados por el impuesto... [En suma], un impuesto sobre las transacciones en la compra y venta de divisas tendría que ser universal y uniforme; tendría que aplicarse en todas las jurisdicciones y la tasa tendría que ser igualada a través de los mercados...[De igual forma], el cumplimiento en la aplicación del impuesto universal dependería principalmente de los bancos más importantes (BPI y/o FMI) y de las jurisdicciones que los regulan...Finalmente la supervisión tendría que contar con sanciones que podrían ser aplicadas en los países que no cumplen con la medida* (Eichengreen, 1995: 331-333).

A pesar de la bondad de la propuesta de Tobin, ésta se encuentra muy a contramano no sólo de las posturas de académicos de la talla de Rudiger Dornbusch (el cual sostiene que los gobiernos no deben de fustigar a los especuladores ni mucho menos tratar de imponer controles en la movilidad de capitales), sino incluso, de los argumentos esenciales de los actores y hacedores más importantes en el escenario internacional: el grupo de las siete naciones líderes. Pese a todo, si queremos mejorar lo que hoy tenemos y deseamos, y no sólo controlar sino prevenir las crisis financieras internacionales, es necesario instaurar el Impuesto Tobin.

El prestamista de última instancia.

Ha sido reconocido desde tiempos de Walter Bagehot (1873) que la naturaleza particular del negocio bancario requiere de la existencia de un prestamista de última instancia que proporcione seguridad y estabilidad financiera bajo todas las condiciones. Más recientemente, Alan Greespan ha sostenido que "si las instituciones financieras privadas tienen que absorber todo el riesgo financiero, entonces el grado sobre el cual ellas pueden apalancarse, de ser necesario, sería limitado y su contribución al crecimiento económico mínimo" (Greenspan, 1995: 3). Este hecho es el argumento para que la función del prestamista de última instancia caiga sobre los bancos centrales. Sin em bargo, en su papel de prestamista de última instancia, el banco central, siempre tiene que dejar en claro su decisión de intervenir o no en los rescates de instituciones financieras con el propósito de evitar un comportamiento laxo por parte de dichas instituciones. Queda claro pues, que para eludir la quiebra del sistema bancario el banco central sólo actuará en última instancia y con "ventanillas abiertas" con el fin de apaciguar la sed de liquidez de los agentes económicos (Guillen,1997: 879).

Un ejemplo de prestamista de última instancia fue establecido en el sistema financiero japonés de posguerra el cual eliminó el riesgo de

crédito. En ese entonces los fracasos de las grandes compañías fueron muy raros porque su principal banco pudo ser siempre su fiador. Es más, aún en el caso de que el banco principal no tuviera el suficiente efectivo para realizar la salvaguarda, otros bancos podían apoyarlo. Y si todo esto fallaba, el gobierno, como prestamista de última instancia, podría rescatarlos. Sin embargo, ese mundo de salvaguardas netas ha desaparecido por tres razones fundamentales: 1) el crecimiento económico japonés no es lo suficientemente rápido para salvaguardar las compañías, 2) los bancos nipones tienen fuertes irrentabilidades y grandes créditos impagables, lo cual ha generado insolvencias monetarias para apoyar a dichas compañías y, 3) el gobierno ya no puede respaldar a los bancos debido a que tiene su propia deuda interna, la cual para 1997 representaba, con respecto a su PNB, un 100% (The Economist, 1997:15).

Por lo visto, si bien se ha avanzado en el terreno nacional para salvaguardar las quiebras del sistema bancario doméstico, muy poco se ha progresado en el ámbito internacional en materia de prestamista de última instancia. Hasta el momento, este papel sólo lo ha desempeñado marginalmente el Fondo Monetario Internacional (como en el caso de la crisis mexicana y el colapso financiero de las naciones del sudeste asiático) y el Banco de Pagos Internacionales. Consecuentemente, un asunto pendiente en la búsqueda de la estabilidad monetaria mundial es la instauración de un banco de pagos supranacional que tenga como objetivo central salvaguardar el sistema financiero mundial. Desafortunadamente, para el grupo de las naciones más poderosas, esta necesidad no se encuentra en la agenda de sus prioridades por ser un tema tan controvertido, ya por su falta de pertinencia económica o bien por su propia naturaleza altamente politizada.

De todos modos, ante la presencia de grandes flujos especulativos de capital y la consolidación de la tendencia a la desregulación financiera mundial es necesario disponer de mecanismos de contención y medidas que eviten que el contagio se multiplique. En esa búsqueda tenemos que tener en mente al menos dos cosas: primera, que la estabilidad en la economía global sólo se puede lograr si los estados se ponen de acuerdo para regularla, y segunda, crear un mecanismo adecuado (impuesto Tobin) para contener los embates de los movimientos especulativos de capital. Su posposición será trágica y amarga para con la sociedad civil.

El impacto de la globalidad financiera sobre el sitema monetario internacional

He insistido que la globalización de los noventa afecta en forma decisiva la integridad de los espacios nacionales en varias cuestiones fundamentales, desde la reducción de los mercados internos locales hasta la alteración de los circuitos financieros mundiales. Así los espacios financieros nacionales fueros subordinados a su dinámica de eslabonamientos, redes y circuitos financieros globales. Por lo tanto la liberalización de los mercados financieros ha hecho imposible no sólo la estabilidad del sistema monetario global sino que ha disminuido dramáticamente la autonomía de la política económica de las naciones. También desde esa perspectiva debe entenderse que los cambios dinámicos ocurridos en el sistema financiero mundial (liberalización financiera, remoción de los controles de capital, innovaciones tecnológicas y modernos instrumentos financieros, sobre todo en el mercado de derivados) demuestran no sólo el alto grado de sincronización alcanzada por los mercados financieros mundiales, sino su carácter altamente especulativo. Peor aún la desregulación financiera no ha sido acompañada de un desarrollo paralelo de los organismos financieros internacionales que permitan la estabilidad del Sistema Monetario Internacional (SMI) y controlen la tendencia a shocks financieros mundiales. Por lo tanto el ac tual sistema monetario constituido no es el más adecuado de los regímenes posibles para la economía global en su conjunto debido a que no satisface la equidad, la eficiencia, la simetría, el ajuste imparcial, el equilibrio de los tipos de cambio y la solidez financiera internacional que requiere todo sistema monetario para su adecuado funcionamiento. Más bien, de modo progresivo el actual SMI se ha convertido en un sistema altamente asimétrico, descoordinado y acéfalo. Esto significa que la inequidad existente entre países industrializados y en desarrollo sea cuantiosa y en algunos casos humillante; que la creación del crédito internacional ocurra como consecuencia de políticas monetarias nacionales descoordinadas en tre los principales estados poderosos; y que no exista un organismo supranacional que controle las distintas actividades monetario-financieras entre las naciones líderes. En ese sentido concluimos que si continúa la integración financiera global –que es lo más prob a ble– y se consolida el camino de la desregulación financiera internacional, la coordinación política internacional no podrá ser

depositada en un sólo país. Más aún, la coordinación política no debe ser confiada, como sucede actualmente, es tan sólo un grupo de grandes potencias económico mundiales. Estoy convencido que la provechosa y más útil coordinación política requiere de la participación de todas las naciones. A la postre, la presencia constante de crisis financiera (indicando un patrón de ocurrencia regular), y la inestabilidad de la tasa de cambio sugiere que una mayor coordinación macroeconómica internacional será necesaria en el futuro próximo.

Por todo ello, la urgencia de una mayor cooperación económica internacional en tre países guía puede convertirse en el punto de partida de un nuevo camino monetario internacional, en donde se generen las condiciones para un desarrollo más estable de la tasa de cambio y de la economía global en su conjunto. No obstante, este sendero sólo será viable si los principales estados se ponen de acuerdo para regularla, cuentan con la necesaria voluntad política para efectuarlo y están dispuestos a ceder parte de su soberanía nacional. Es cierto, son condiciones difíciles de efectuar y muy al contrario de la postura del G-7. Pero también es cierto que son apenas las condiciones mínimas para alcanzar dicho camino de estabilidad monetaria global.

Al mismo tiempo el nuevo escenario de globalidad financiera ha sido acompañado de fuertes modificaciones al in te rior del SMI. Para el Sistema Monetario en su conjunto, el periodo post Bretton Woods ha sido, en términos generales, un periodo de inestabilidad y de lento crecimiento económico. En verdad la declinación en la efectividad del régimen monetario internacional está ampliamente correlacionada con el atraso en el crecimiento económico mundial y la perenne fragilidad financiera mundial.

En tre las causas de esta situación podemos señalar, en primer lugar, los problemas financieros que viven las naciones poderosas. Hasta el momento, Europa continúa inmersa en el intenso proceso de ajuste y propuesta social impuesto por la convergencia monetaria de Maastricht, con el que parece no poder ni la propia Alemania. En tanto que Japón ha comenzado a virar de una débil recuperación fuertemente subsidiada a un duro plan de reestructuración y ajuste de consecuencias muy probablemente recesivas. Mientras que en los Estados Unidos, aún con la relativa recuperación de su liderazgo, se mantiene lenta la burbuja especulativa de Wall Street, la cual ha llegado a un nivel

insostenible y peligroso que en cualquier momento puede convertirse en un nuevo crack bursátil internacional, como el de 1987.

Evidentemente que sería una excesiva simplificación conceder de nuestra parte todo el reconocimiento de este fracaso económico a los problemas financieros de las naciones líderes; sin em bargo, está fuera de discusión que ellas han contribuido notablemente a tales resultados. A la sazón, este pobre desempeño de la economía internacional du rante el periodo post Bretton Woods de tasas de cambio flotantes sugiere que no ha existido un enfoque sistemático ni consistente que aglutine el control del tipo de cambio de las principales monedas clave. Es más, después del fallecimiento del Sistema deTipos de Cambio fijos, la efectividad del Régimen Monetario Internacional declinó substancialmente, así como el papel desempeñado por el Fondo Monetario Internacional. Más aún, los cambios sistémicos que se presentaron después del rompimiento de las reglas de Bretton Woods, como fue la adopción de las tasas de cambio flexibles durante los setenta, el papel catalizador desempañado por el FMI durante la crisis de la deuda de los ochenta y la creciente tendencia a adoptar una economía internacional de especulación, no han promovido un efectivo régimen monetario internacional para el futuro inmediato. Y lo que es peor, actualmente no existe un régimen de cambio óptimo para todos los países. No obstante, ante la mayor movilidad internacional de capital, parece apropiado un régimen cambiario más flexible pero no necesariamente de libre flotación.

Un segundo impacto de la lógica neoclásica de la globalización se dio sobre el propio FMI. Esto es, el fuerte dinamismo del mercado financiero mundial canceló al fondo la posibilidad de reg u lar la tasa de cambio y las políticas financieras de los países con monedas clave. Por ende en esta nueva formación, ya no existe sistema de tasas fijas por supervisar, ni mucho menos ningún mandato por el cual el fondo se obligue a otorgar créditos a las economías ricas. Luego entonces, el FMI no ha tenido ninguna responsabilidad sistémica dentro del sistema monetario desde 1973. Y de modo progresivo ha llegado a ser una agencia especializada del desarrollo económico que cumple eficientemente con los intereses de los estados poderosos: imponer el modelo económico neoliberal a las naciones en desarrollo, a través de sus políticas de estabilización macroeconómica y ajuste estructural, así como asegurar su tendencia de con trol y dominación ejercida sobre el

tercer mundo, por medio de sus funciones de financiación, supervisión y asesoría técnica.

Recíprocamente por la vorágine liberalización financiera global, el papel para el cual fue establecido el Banco Mundial ha sido rebasado. Efectivamente, el BM ya no es el intermediario entre los prestamistas privados de los países desarrollados y los prestatarios públicos de los países en desarrollo. Es más, la privatización del proceso de desarrollo ha desafiado la racionalidad de esa intermediación. Pero el fenómeno no para ahí. También han ocurrido otros cambios importantes al grupo del Banco Mundial, sobresaliendo la idea del préstamo con base política. Lo que emergió de la experiencia de este tipo de préstamo, similar a la "asistencia financiera" estilo FMI, fue que los recursos financieros del BM se canalizaron a paquetes de ajuste estructural y hacia los grandes préstamos ligados con la desregulación de los mercados, la apertura comercial y financiera, y la reducción del tamaño y el papel del Estado dentro de la economía.

Este renovado enfoque de políticas de ajuste del BM se encuentra en franca oposición con su tarea fundamental: financiar inversiones en proyectos de infraestructura básica y mitigar la pobreza de las naciones débiles. Por lo tanto, es fun da men tal que el Banco Mundial regrese a su misión esencial y propicie medidas de política económica que no sólo sean fiscalmente ortodoxas sino socialmente justas. En este reencuentro, también el Estado debe de volver a jugar su papel rector dentro del proceso económico y garantizar la inversión pública productiva y eficiente.

Por todo ello y después de observar las amargas experiencias históricas que ha dejado el modelo neoliberal, concluyo que el dominio del mercado libre y efectivo es restringido, que los mercados financieros internacionales no pueden ser operados en medio de un vacío legal e institucional, que es necesario alejarse de las políticas suicidas deflacionarias y contraccionistas impulsadas por los organismos financieros internacionales, así como librarnos de la falsa creencia de que los sistemas económicos son sistemas naturales. Igualmente, la nueva investidura de la teoría neoclásica en forma de neoliberalismo es inadecuada, irresponsable y dañina no sólo para los actuales acuerdos internacionales sino para toda la economía mundial. En síntesis, si deseamos una economía global más funcional y próspera, pero también menos desigual, los mercados financieros

internacionales no deben dejarse operar, exclusivamente, por las fuerzas del mercado, ni mucho menos se puede confiar que la economía sólo funcione a través del mercado capitalista. Por ende, es irrenunciable la participación adecuada y efectiva del Estado interventor en los procesos financiero-económico.

He insistido que el FMI y el BM ya no son las instituciones de la administración financiera global, ellas son ahora fundamentalmente instituciones dedicadas a la problemática económica de las naciones en desarrollo. Más y más, ambas entidades son totalmente marginadas dentro del gobierno económico mundial. En tanto que, el mundo in dustrial es totalmente autónomo de las decisiones de ambos organismos financieros. Es más, la gran mayoría de las naciones industriales ignora plenamente ambas instancias financieras. Y lo peor, los estados poderosos establecen el marco dentro del cual los países en desarrollo y las instituciones de Bretton Woods pueden operar. En verdad, hoy el grupo de los siete países clave junto con los mercados de capital privado han tomado el trabajo de administrar la economía global. Así, de modo progresivo las funciones políticas en el sistema financiero global son llevadas de manera *ad hoc* a través de acciones esporádicas intergubernamentales o bien dejadas a iniciativas espontáneas de los participantes en el mercado o simplemente no existir. En suma, hasta ahora, el G-7 ha evitado acuerdos internacionales de carácter permanente y exclusivamente ha solicitado a sus bancos centrales intervenir en el contexto de acuerdos informales *ad hoc*. Pero su desempeño no ha sido exitoso. Más bien ha enfrentado recurrentes fracasos. Por lo visto, el papel ejecutado por el grupo de los siete no ha sido el re solver las cri sis financieras, ni mucho menos prevenirlas, sino exclusivamente administrarlas. Por esta razón, no podemos continuar dejando el destino del sistema económico global en manos de las improvisaciones *ad hoc* del G-7, ni tampoco depositarla en las libres fuerzas del mercado capitalista.

En contraste con esta tendencia global, la cooperación monetaria fue activamente buscada en el ámbito regional de Europa inmediatamente después del colapso del sistema de BW; primero con la serpiente monetaria (dentro y fuera del túnel) en 1973 y subsecuentemente con la formación del sistema monetario europeo en 1979. Si em bargo, los miembros de la Comunidad Europea han estado constantemente preocupados por la inherente fragilidad de sus acuerdos de tasas de cambio. Esta preocupación ha sido reconocida

pero también mejorada, como lo muestra la transición hacia una plena unión monetaria (1999), y a través de un banco central europeo responsable de la conducta de una sola política monetaria y una exclusiva moneda, el euro. Por lo tanto, a beneplácito europeo la cooperación monetaria sobre una escala regional, ha enfatizado el desempeño fundamental de las funciones del banco central.

Bajo estas condiciones, insistimos, un desafío importante para los próximos años será cubrir la falta de cooperación internacional institucionalizada y la ausencia de un liderazgo colectivo global, el cual además de ser efectivo sea también funcional. Hoy, como hace 54 años el sistema financiero internacional necesita un nuevo administrador financiero mundial. No obstante semejante esquema es imposible de crear, debido a que, en tre otras cosas, Europa todavía no es una sola voz y a Japón le falta voluntad política para convertirse en el líder sistémico. A pesar de ello y en esta probable formación de cooperación y liderazgo colectivo no cabe la menor duda que en el siglo XXI, los principales actores del nuevo escenario financiero mundial continuarán siendo Japón, Europa y por supuesto los Estados Unidos de Norteamérica. Más profundamente, los EU continuarán siendo la economía más fortalecida y menos vulnerable, por lo cual la perspectiva de liderazgo americano, al menos en el corto plazo, parece in ev i ta ble, puesto que los últimos acontecimientos así lo confirman. En particular, por ejemplo, sobresalen las severas crisis financieras japonesas que se presentaron en 1997 y 1998, las cuales fomentaron la desaceleración de su ritmo de crecimiento económico; así como también, destacan las fuertes dudas y problemas que se presentan actualmente en la constitución de la Unión Monetaria Europea.

Conclusiones

- Desde inicios de los setenta, los mercados financieros domésticos tendieron a ser desprotegidos y liberalizados de la competencia externa por la remoción de restricciones cambiarias y de capital, provocando un efecto desestabilizador permanente sobre toda la estructura de las finanzas globales. Igualmente esta revolución en las finanzas mundiales ha fomentado, por un lado, actividades de carácter especulativo en detrimento de inversiones financieras productivas y, por otro, una economía crecientemente globalizada pero financieramente frágil, desestabilizadora y proclive a crisis recurrentes. Pero lo más grave es que la desregulación financiera

mundial, con todas sus ventajas, pero también con todos sus riesgos, no ha sido acompañada de un desarrollo paralelo de los organismos financieros internacionales que permitan la estabilidad del sistema financiero mundial y controlen la tendencia ha shocks financieros mundiales. Por lo tanto, desregulación espectacular e incertidumbre financiera mundial son las dos caras de una misma divisa.

- Ante la presencia de esta vorágine financiera mundial y la creciente complejidad en las prácticas del mercado, es fun da men tal fomentar: el desempeño prudente de parte de todos los participantes en los mercados, la reestructuración y consolidación de la protección en la industria financiera, el establecimiento de un sistema de información más oportuno acerca de los riesgos financieros, el propiciar una cooperación más estrecha en tre los varios actores y la supervisión activa y, en general, afianzar mayor atención a la salud del sistema financiero mundial.
- El mercado de derivados ha crecido impresionantemente dentro de un nuevo segmento del sistema financiero internacional. Por el contrario, pese a los avances que se han dado en la respuesta reguladora (el mejoramiento de los estándares mínimos de cap i tal y la coordinación de la supervisión bancaria en el ámbito supranacional), ésta siempre ha sido atrasada. Por fortuna, más que por previsión, hasta el momento la intervención esporádica de los bancos centrales ha evitado el derrumbe del sistema financiero mundial. Es decir, si bien el sistema financiero internacional continúa funcionando, por el momento, en medio de varios shocks: la crisis mexicana, el fracaso de Barings, la crisis tailandesa y la reciente crisis hongkonesa. Esta situación debe frenarse y evitar que, en tre nosotros, genere autocomplacencia. Consecuentemente, dado que los mercados financieros permanecerán sujetos a grandes e impredecibles presiones financieras es necesario no sólo que las instituciones financieras sean más responsables ante tales tensiones competitivas, sino también que el proceso de desregulación financiera global se dé en una forma más gradual y cuidadoso. En este escenario debe entenderse que bajo el impacto de la liberalización global, las instituciones financieras débiles (aquellas que están subcapitalizadas o pobremente administradas) sufrirán constantes problemas monetario-especulativos, así como los regímenes bancarios que no estén adecuadamente sólidos. En

breve, los sistemas bancarios robustos sobrevivirán a los shocks pero los bancos débiles no. Por todo ello, una vez con más persistencia, también el gran asunto pendiente del sistema financiero mundial es la fragilidad financiera presentada por el mercado de derivados, puesto que se mantiene vivo el riesgo potencial real: dislocar el sistema monetario y financiero global. Por lo tanto, hoy es un imperativo la necesidad de establecer una reforma institucional que imponga regulaciones bancarias internacionales más estrictas y prevenga futuros *cracks* bursátiles.

- La inestabilidad financiera mundial no puede seguir de tumbo en tumbo ni debe constantemente verse amenazada por cracks financieros mundiales, como el que se vislumbra en Japón, debemos, por lo tanto, encontrar la salida y estabilizar el sistema financiero global. Este nuevo camino monetario internacional tendrá que funcionar sobre reglas modernas y actores diferentes. Pero, sin lugar a dudas, la estabilidad del sistema financiero internacional tendrá que tener presente, de entrada, dos condiciones: lograr que los estados nacionales líderes se pongan de acuerdo para regular los mercados financieros mundiales y establecer un sistema de tasas de cambio flexibles aceptables que eviten la especulación.

arenasre©coatepec.uaemex.mx

Bibliografía

Arenas Rosales, René (1997), "El Plan Keynes y el sistema monetario internacional", en *Keynes...hoy*, Jaime Estay R. y Federico Manchón C. (Comp.), Editorial UAM-Xochimilco y Benemérita Universidad Autónoma de Puebla.

Bank (1996), *For International Settlements*, 66th Anual report.

Boletín del Fondo Monetario Internacional, varios números.

Crockett Andrew (1997), *The Theory and Practice of Financial Stability*, *Essays* of international Finance, Departament of economics, Princeton University, New Jersey, núm. 203, april.

Dominick Salvatore (1995), The Operation and the Future of The International Monetary System, Journalof Policy Modeling, vol. 17, núm. 5, october.

Eichengreen Barry (1994), *International Monetary Arrangements for the 21st Century*, Integration National Economics.

Eichengreen B; Tobin J y Wyplosz C, (1995), *Dos argumentos para echar arena en las ruedas de la financiación internacional*, Pensamiento Iberoamericano, núm. 27 enero-junio.

Frenkel A. J. Y Goldstein M. (1996), *Funtioning of the International Monetary System*, vol. 2, International Monetary Fund.

Guillen Romo H. (1997), *Globalización Financiera y Riesgo Sistémico*, Comercio Exterior, vol. 47, núm. 11, noviembre.

Greenspan Alan (1995), *Remarks to Research Conference on Risk Management and Systemic Risk*, Washington D.C., reproduced in BIS Rewiew, 200, november 27.

Kenen B. Peter (1995), *Understanding Interdependence, The Macroeconomics of the Open Economy*, Princeton University Press.

The Economist (1997), *Japanese Finance Survey*, 28 de junio, p.15.