

TIPO DE CAMBIO Y POLITICA MONETARIA EN EL CICLO FINANCIERO GLOBAL

GUILLERMO GIGLIANI

Universidad Nacional de Moreno. Argentina

I. Introducción

Las ideas de Mundell-Fleming establecen una relación entre el régimen cambiario, que puede ser fijo o flexible, y la política monetaria. Esta vinculación gira en torno a tres elementos clave: 1) la libre movilidad de capitales, 2) el tipo de cambio y, 3) la tasa de interés. Si el gobierno acepta la libre circulación de fondos externos y decide la fijación del tipo de cambio a una determinada paridad, ello le impedirá que pueda manejar su política monetaria. Esto es así porque los flujos de capitales del exterior deben ser monetizados por el banco central al tipo de cambio vigente y esto afecta su control sobre la base monetaria y, por ende, la tasa de interés ¹. Bajo estas condiciones el gobierno resigna el control de la política monetaria

Alternativamente y también bajo libre movilidad de capitales, la implementación de un régimen de tipos flexibles, implica que la cotización de la moneda extranjera quedará determinada entre oferentes y demandantes en el mercado de divisas, sin intervención oficial. En tanto el banco central no está obligado a operar en ese mercado, podrá controlar la política monetaria sin verse afectado por ingresos o salidas de capitales.

Es usual referirse a este funcionamiento de los tipos cambiarios fijos o flexibles como si se estuviera frente a un *trilema*. En uno y en otro caso, no resulta posible obtener, en forma conjunta, esos tres objetivos considerados deseables: 1) libre circulación de capitales, 2) la fijación del tipo de cambio y, 3) el manejo de la tasa de interés. Uno de los tres debe ser resignado para acceder a los dos restantes. En Mundell-Fleming, por lo tanto, se plantea un

¹ La afirmación de que el banco central puede manejar la tasa de interés y la oferta de base monetaria toma como perspectiva el sistema de la Reserva Federal, en el cual a partir de 2008 se pueden emplear ambas variables, a la vez.

trilema. Es importante señalar que este esquema analiza los dos regímenes cambiarios polares –fijo o flexible- pero no considera la flotación cuando hay intervenciones del banco central.

En el presente trabajo se examina la relación entre tipo de cambio y tasa de interés en el contexto actual de la globalización. Tras esta introducción, la sección segunda hace un recorrido por Bretton Woods y por el período que se abre con la crisis de 1971, de internacionalización de los flujos financieros. Bajo la globalización, el mercado mundial se constituye en el elemento dominante en su relación con el estado-nación. En los años noventa, la volatilidad financiera y el auge de los flujos crediticios provocaron sucesivas crisis cambiarias y monetarias, sobre todo, en la periferia. En 2007-2009 sobrevino el colapso de las securities hipotecarias en los Estados Unidos. La sección tercera expone los nuevos rasgos posteriores a este suceso, en un contexto de extensión del dólar en la economía mundial. Un hecho nuevo muy importante está dado por la existencia de un *ciclo financiero global* y de una *dinámica* propia de ese ciclo que está determinada por la política de la Reserva Federal (Rey, 2018). La sección cuarta muestra que, contra lo sostenido por Mundell-Fleming, bajo la globalización los tipos de cambios flexibles pierden su eficacia para garantizar un manejo autónomo de la política monetaria y ello ha replanteado el debate sobre el control de capitales. En la sección quinta, se examina el principio de compensación. Lavoie (2001) muestra que el banco central puede aplicar la política de esterilización y manejar así el tipo de cambio (en un régimen de tipos flexibles) y la política monetaria con libre circulación de capitales. Se trata de otra objeción al principio de Mundell-Fleming. El trabajo termina con conclusiones.

II. Los sistemas cambiarios a partir de Bretton Woods

Cuando en 1944 las potencias vencedoras acordaron en Bretton Woods un régimen cambiario fijo, debieron optar por establecer el control internacional de capitales a fin de preservar el manejo de la política monetaria. De esta forma, se resolvió el trilema de Mundell-Fleming de ese período. En los hechos, el dólar desempeñó el papel de moneda mundial y la Reserva Federal se obligó a convertir esa moneda en oro frente al requerimiento de los distintos países. Hacia comienzos de los sesenta, las salidas de capitales registradas por Estados Unidos –como contrapartida de sus excedentes en cuenta

corriente- tendieron a debilitar su posición financiera. La falta de coordinación con el resto de los países capitalistas avanzados y el retroceso relativo frente a la consolidación de Europa occidental y del Japón también afectaron la posición del país emisor de la moneda mundial. En abril de 1971, registró después de mucho tiempo un déficit comercial, que motivó que Francia y el Reino Unido se dispusieran a desprenderse de sus dólares.

En 15 de agosto de 1971 Nixon suspendió la venta de las reservas metálicas a los bancos centrales. En un contexto de alza inflacionaria y drástica reducción de la tasa de ganancia en el sector privado (Duménil y Lévy, 2011; Shaikh, 2016), Estados Unidos adoptó el régimen de tipos flexibles ². En poco tiempo, esa decisión fue seguida por el resto de los países avanzados, y más tarde, por los dependientes. Asimismo, en los años ochenta se generalizó la apertura de la circulación de los capitales externos ³. Se conformó así un nuevo escenario en los términos de Mundell-Fleming, puesto que el trilema se expresó a partir de entonces a través de la flotación del tipo de cambio, la libre circulación de capitales y el manejo de la política monetaria. El dólar continuó siendo la moneda mundial gracias a la debilidad exhibida por la Unión Europea como entidad política y a la caída del bloque soviético.

La nueva etapa abierta en 1971 estuvo signada por un crecimiento inusitado de los activos financieros y por la globalización en los mercados crediticios y productivos. Bryan (1995, 122) sostiene que el aspecto notable de tales transformaciones fue no sólo el ímpetu de la financiarización y de los movimientos en la cuenta capital sino, principalmente, la gran volatilidad observada en los tipos de cambio y en las tasas de interés. Dicha volatilidad contrastó con las predicciones de la teoría económica neoclásica que esperaba que los mercados desregulados e integrados tendieran a converger hacia un equilibrio. La inestabilidad abrió paso a un ciclo de convulsiones cambiarias y financieras, como la del sudeste asiático (1997-1998), Rusia (1998), Brasil (1999) y Argentina (2001). La primera década del siglo asistió a una ola expansiva de los créditos en los mercados hipotecarios

² La inusitada caída de la tasa de ganancia desde mediados de los sesenta hasta los setenta alcanzó a Estados Unidos, a los países capitalistas de Europa y a Japón.

³ Estados Unidos había restringido las operaciones en moneda extranjera para los residentes en 1964. En 1974 había restablecido la libertad de esas operaciones.

subprime en los Estados Unidos, que estalló en una crisis que se extendió por todo el mundo en 2007-2009.

La crisis de 2007-2009 y el ciclo financiero global

Al precipitarse la quiebra del Lehman Brothers en 2008, sobrevino una abrupta caída en los mercados crediticios, aunque hacia 2010 se registró una recuperación y cobró impulso una segunda ola de liquidez internacional (Aldasoro y Elhers, 2018, 17).

A nivel mundial a fines de 2018, los activos combinados de las instituciones financieras no bancarias, esto es, el shadow banking, ascendían a 184 billones u\$s frente a un total de 148 billones u\$s del sistema bancario (Aldasoro et al, 2020, 64). Este ascenso fue impulsado fundamentalmente por las deudas securitizadas. La participación de las instituciones financieras no bancarias alcanzó a fines de 2018 al 48% del total de activos financieros contra el 42% registrado a fines de 2008 ⁴. La gran expansión en esta década contó asimismo con el impulso de la liquidez inyectada por los bancos centrales tras la crisis de 2007-2009 (Aldasoro y Elhens, 2018, 17) y también por la pandemia del Covid-19.

En segundo lugar, se profundizaron tendencias que venían desde tiempo atrás. El poder del dólar, medido por su uso en los circuitos financieros, se consolidó a pesar de que el colapso financiero se había desencadenado en los Estados Unidos. En igual sentido, este país ha pasado a ser el mayor deudor neto frente al resto del mundo ⁵. Su actual hegemonía se basa en condiciones distintas a las analizadas por Hilferding y Lenin un siglo atrás, cuando caracterizaron a los países imperialistas por su condición de exportadores de capitales. Tal dato de la balanza de pagos hoy no tiene esa significación (Bryan, 1995, 125). Más allá de esa circunstancia, el poder del dólar le permite hoy al país emisor expandir la liquidez a

⁴ El Banco de Pagos internacionales resolvió reemplazar la denominación de shadow banking (sistema bancario en las sombras) por la de instituciones financieras no bancarias. Estas instituciones comprenden las compañías de seguro y de fondos de inversión, las compañías financieras, los bancos de inversión, los vehículos de propósitos especiales, los fondos mutuos, los hedge funds, otros fondos de inversión y las contrapartes centrales (de los bancos) (Aldasoro et al, 2020, 61, nota 2).

⁵ Para Duménil y Lévy (2011) Estados Unidos no sólo es un deudor neto sino que además su posición financiera total (computando la inversión extranjera directa) es negativa. En 2007, tal posición negativa neta total alcanzaba al 54% de su PIB.

través de la Reserva Federal por todo el mundo. Tal hecho se acentúa en las crisis, como lo muestran los procesos de *flight to quality*. De acuerdo a Vasudevan (2010, 57), esta capacidad de emisión determina que las dificultades monetarias que pueda afrontar el país hegemónico se vean amortiguadas, sin tener que subir la tasa de interés y sin inestabilidades en su sistema bancario, y que esos problemas se distribuyan entre las restantes naciones que mantienen tenencias en dólares o en títulos del tesoro estadounidense. En particular, la carga del ajuste va a pesar en mayor medida sobre los países periféricos endeudados en la moneda estadounidense, que se ven sometidos a continuos episodios de devaluación ⁶.

En este contexto de gran liquidez han surgido nuevas visiones sobre el ciclo financiero. En gran parte, son opiniones críticas que centran su atención en la estructura y en el funcionamiento del sistema financiero contemporáneo. Rey (2014, 2018) define dos rasgos del mundo de nuestros días. Primero, el crecimiento de los activos monetarios determinó el surgimiento de un *ciclo financiero global -GFC*, por sus siglas en inglés- que abarca a todos los países. Es decir, que no sólo hay un crecimiento de la financiarización, sino que los auges y las caídas registran un comovimiento uniforme. Segundo, ese ciclo posee una *dinámica* propia que está determinada por las políticas que adopta el país emisor de la moneda mundial. Las decisiones de la Reserva Federal se transmiten globalmente a través de diversos canales. La concepción de Rey sobre la existencia del ciclo financiero global es compartida por diversos autores (Burcu et al, 2020; Aldasoro y Elhers, 2018, 17, nota 2; Cömert, 2019) ⁷.

En consonancia con esta visión, Rey considera la necesidad de rediscutir, en el nuevo escenario, el problema del tipo de cambio y las ideas de Mundell-Fleming. En las condiciones actuales de inestabilidad y de auge financiero, el ciclo global impacta sobre las economías con independencia del régimen cambiario vigente en ellas. No es cierto, sostiene

⁶ Rey encuentra que hay casos en que ese ajuste entre centro y periferia puede tomar otras modalidades. Al respecto señala el caso de la posición larga (predominante) en inversión extranjera directa de los Estados Unidos en la periferia y de la posición larga en títulos del tesoro estadounidenses de los países dependientes. El argumento de Rey es que en los momentos de crisis el valor de las acciones cae mientras que el valor de los títulos del tesoro estadounidense se mantiene.

⁷ Helene Rey debatió sus ideas sobre el ciclo financiero global en la reunión anual en 2015 en Jackson Hole de la Reserva Federal. También lo hizo en reuniones organizadas por el FMI.

esta autora, que los tipos flexibles posibiliten hoy llevar adelante una política monetaria autónoma.

El papel del mercado mundial en la era actual

El marxismo rechaza la visión que supone una primacía de lo nacional en la acumulación. Marx muestra que la acumulación nunca estuvo estrictamente constreñida por fronteras geográficas. El comercio y la inversión adoptaron un carácter internacional aún antes de la existencia de los estados nacionales. En cambio, Mundell-Fleming parten conceptualmente de la economía cerrada sintetizada en el esquema IS-LM, que se vincula con el resto del mundo a través de flujos comerciales o monetarios. Aunque se trata de una forma de incorporar el sector externo, la economía cerrada es construida como ontológicamente anterior a la economía internacional. Ello supone que se elige un esquema propio para la obtención del ajuste externo. Así, un mundo equilibrado es el resultado de muchas unidades nacionales en equilibrio (Bryan, 1995, 112).

Bryan es uno de los primeros marxistas en subrayar que, bajo la internacionalización, la economía nacional está condicionada por el mercado mundial. La globalización contemporánea no puede ser reducida sólo a la existencia de flujos entre fronteras nacionales. Más bien, requiere establecer una distinción entre dichos flujos inter-fronteras y los flujos internos, porque ambos están sujetos al mismo tipo de cálculo económico. Este cálculo toma en cuenta las variables del mercado mundial y es determinante para la asignación de los recursos en la acumulación, cualquiera sea el mercado de destino, o el interno o el externo (Bryan, 1995, 15). Pero la expansión del capital no está desvinculada de la dimensión nacional. El capital se mueve a diferentes ritmos, en diferentes formas y en diferentes direcciones, en tiempos distintos y ello debe ser explicado por el análisis de la internacionalización. No obstante, como parte de ese circuito global, el rol de los estados nacionales es decisivo, porque facilita esos movimientos en algunos momentos y en algunas direcciones y retarda otros movimientos, en otros tiempos y en otras direcciones (Bryan, 1995, 10).

La política monetaria en un sistema globalizado

Cuando consideran los tipos flexibles, Mundell-Fleming suponen que las condiciones macroeconómicas que influyen en la economía pueden ser reducidas a una sola variable, la tasa de interés interna de corto plazo. Es una simplificación, sobre todo, tomando en cuenta que este esquema elaborado en el período de Bretton Woods, omite una serie de elementos que jugaban en los sistemas bancarios de entonces, como las políticas de asignación del crédito o los límites sobre las tasas de interés de mercado. En otras palabras, la política crediticia resultaba moldeada por factores que trascendían la tasa de corto plazo del banco central. También es una simplificación con respecto a los tiempos actuales, en los cuales el ciclo global ha modificado la estructura del sistema financiero y actúa por una diversidad de canales.

Rey (2018, 13) sostiene que en la actualidad, ni con tipos fijos ni con tipos flexibles se puede garantizar un aislamiento de la economía frente a los shocks externos. La teoría convencional dice que si hay una paridad fija y apertura de la cuenta capital, cualquier variación de la tasa de interés interna con respecto a la internacional sería suficiente para que se produzca una variación en los flujos de capitales que desestabilice el sistema monetario. Pero con tipos flotantes, tampoco hay chances de obtener una relativa desvinculación. No hay posibilidad de optar por tipos flexibles a fin de asegurarse una autonomía monetaria, si rige libre circulación de capitales. Hoy no existe un trilema sino sólo el dilema que permite decidir entre la posibilidad de manejar la tasa de interés o la posibilidad de mantener un mercado de capitales abierto.

III. El funcionamiento del ciclo financiero global

El estudio del ciclo global encara las repercusiones de las políticas del banco central del país dominante sobre el resto de los países. Para evaluar estos efectos se toman, indistintamente, dos variables, 1) el riesgo que afecta la tasa de interés o, 2) el tipo de cambio. La primer variable mide la percepción cambiante del riesgo de los diferentes agentes, como gobiernos, bancos o capitalistas, que intervienen en los sistemas monetarios. Este riesgo es cuantificado a través del índice VIX (Borio et al, 2014, 4). El VIX es elaborado por el mercado de futuros de Chicago y su denominación completa es Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index. Es una medida de la volatilidad

vinculada al mercado de opciones de S&P 500. En períodos de auge de los flujos crediticios, cuando la Reserva Federal adopta una política expansiva, la percepción del riesgo de todos los agentes disminuye, y por ende, el VIX desciende.

La segunda variable es la cotización del dólar frente al resto de las monedas. En trabajos más recientes, (Miranda Agripino et al, 2020; Burcu et al, 2020) se considera que este indicador exhibe un desempeño más satisfactorio que el VIX. Una depreciación del dólar implica que las monedas nacionales se fortalecen y eso, entre otros factores, reduce el costo de los vencimientos financieros en moneda extranjera (Burcu et al, 2020, 8).

En el contexto actual de globalización, todos los activos de riesgo del mundo, desde las acciones a los bonos corporativos, pasan a estar dominados por un componente común. Esto abarca al resto de los flujos crediticios. Todos ellos son cíclicos y volátiles. En la medida en que los ciclos financieros obedecen a factores globales, pueden tener efectos contraproducentes que afecten a las economías, en diverso grado. Por ejemplo, el ciclo global puede conducir a un crecimiento excesivo del crédito en los auges y a excesivas contracciones en las caídas. Rey considera que el crecimiento del crédito constituye hoy uno de los mejores predictores de la crisis. El mundo contemporáneo exhibe potentes ciclos que se caracterizan por un movimiento uniforme en el precio de los activos, en los flujos brutos y en el endeudamiento. Se está frente a un sistema en el cual hay estrechas interrelaciones entre las condiciones monetarias, los flujos de capital y el endeudamiento (Rey, 2018, 1).

El estudio del ciclo en 1990-2012

El estudio de Rey (2018, 5) mide los impactos de la política de la Reserva Federal sobre distintas regiones geográficas para el período 1990-2012, en base a datos trimestrales. Considera las siguientes siete áreas: 1) América del Norte, 2) América Latina, 3) Europa central y del este, 4) Europa occidental, 5) países asiáticos emergentes, 6) Asia y, 7) África. Además, toma en cuenta cuatro tipos de flujos: 1) la inversión directa extranjera, 2) las acciones, 3) la deuda y, 4) el crédito.

El análisis de las correlaciones entre los flujos de capital desagregados con respecto al VIX muestra que cuando hay un ascenso de esos flujos se suceden reducciones del VIX como ocurrió, por ejemplo, en el período entre 2002 y 2007, previo a la crisis desencadenada en Estados Unidos. En fases de tranquilidad financiera, cuando el VIX es bajo y, por lo tanto el riesgo y la incertidumbre descienden, los flujos de capitales se incrementan. Existe, entonces, una correlación negativa entre esos flujos y el VIX. La única excepción está dada por la inversión extranjera directa y por los flujos a los países desarrollados en Asia, que están positivamente correlacionadas con el VIX. Rey (2018, 9) subraya que su análisis encuentra correlaciones muy significativas, pero no identifica la relación de causalidad entre las variables ⁸.

Previo a la crisis, los bancos globales de Europa fueron los actores más importantes en canalizar la liquidez en dólares por todo el mundo (Borio et al, 2014, 15). Las filiales europeas en los Estados Unidos tomaban grandes cantidades de fondos en dólares y las transferían a los distintos países. Esos bancos no sólo efectuaban depósitos de extranjeros en los Estados Unidos sino también en Asia, África, América Latina y el Medio Oriente, en esa moneda. En la medida en que los aumentos en los flujos crediticios están correlacionados con aumentos en el endeudamiento, una interpretación natural es que las condiciones monetarias en el país central se transmiten por todo el mundo a través de los flujos crediticios *brutos* entre fronteras. Resulta importante destacar que son esos flujos brutos los que deben ser identificados a fin de evaluar la fragilidad financiera y las condiciones del endeudamiento (Borio et al, 2014, 18). Sólo tomando en cuenta los flujos brutos es posible cuantificar los descalces en moneda y en plazos sobre los balances de los intermediarios y de los hogares. Ambos descalces contribuyen a la inestabilidad financiera ⁹.

⁸ Esto plantea un desafío para poder identificar la causalidad entre la tasa de interés y otros factores. Entre otras cosas, tal análisis aportaría elementos a la discusión sobre el carácter endógeno o exógeno de la tasa de interés en la macroeconomía.

⁹ Borio et al (2014, 1) destacan la diferencia entre dos enfoques para estudiar la globalización. Uno de ellos es el basado en la cuenta corriente de la balanza de pagos que asigna importancia fundamental a la posición deficitaria o excedentaria de los países. Este enfoque, que nace en Hume y continúa con el problema de la transferencia desarrollado por Keynes en la primera posguerra, toma en cuenta los flujos de capitales *netos*. El enfoque alternativo es el de la cuenta capital, que presta atención a los flujos *brutos*. Esta explicación toma en cuenta las entradas y salidas de

Para el período 1990-2020, Rey observa una serie de encadenamientos. Entre otros, un aumento de la tasa de federal funds incrementa el denominado factor global, esto es, el VIX. A su vez, la suba del VIX reduce el endeudamiento de los bancos europeos, disminuye el crédito global interno y conduce a una declinación de la tasa de federal funds. Por otra parte, una suba de la tasa de federal funds provoca el descenso del endeudamiento bancario y una reducción en los flujos crediticios brutos (Rey, 2018, 13).

Estos resultados podrían dar lugar a la siguiente interpretación. Cuando se reduce la tasa de federal funds, disminuye el VIX, sube el endeudamiento de los bancos europeos y el flujo bruto de créditos. La reducción del VIX conduce a un aumento del crédito interno. A su vez, el mayor endeudamiento de los bancos y el incremento del flujo de créditos determinan una subsecuente caída del VIX. Por lo tanto, hay un proceso de retroalimentación positiva entre una política monetaria laxa, la caída del VIX, la suba del crédito, de los flujos crediticios y el endeudamiento y, una posterior caída en el VIX.

Rey (2018, 25), considera que el análisis del ciclo global permite identificar un mecanismo particular de transmisión¹⁰. Consiste en la capacidad que tienen los intermediarios financieros, tanto bancos como entidades del shadow banking, de endeudarse en forma rápida y en niveles elevados cuando las condiciones financieras son favorables. El crédito es muy sensible a los costos de financiamiento. Por eso, existe el riesgo cierto de que las condiciones financieras globales muy laxas puedan generar un crecimiento excesivo del

capitales que tienden a ampliar los ciclos de alzas y de caídas, esto es, los ciclos financieros que generan las crisis. Esto es consecuencia de lo que estos autores consideran como un *exceso de flexibilidad financiera*.

¹⁰ Comúnmente, se toman en cuenta dos canales generales de transmisión en los mercados financieros: 1) el canal de crédito y, 2) el canal de la toma de riesgo (Rey, 2015, 4). El canal del crédito analiza la brecha entre el costo del financiamiento externo y el costo de oportunidad de los fondos internos de la firma que va a solicitar el crédito. Es la llamada prima de financiamiento externo. Una política expansiva conducirá a un aumento en el precio de los activos, en especial de las acciones y, de esta forma, a un aumento neto de los tomadores de crédito. Esto reduce la prima de financiamiento externo e induce a un aumento de los préstamos y de la demanda agregada. Rey dice que este mismo mecanismo recibe también el nombre de canal de la oferta bancaria, del balance del tomador del crédito y otras designaciones. El canal de toma de riesgo juega en la intermediación financiera. Un shock positivo en la economía –por ejemplo, un shock de la productividad- incrementa la demanda de activos, aumenta sus precios y, de esa forma, reduce la prima de riesgo. En los intermediarios financieros, el efecto de disminución de su prima de riesgo les permite endeudarse más. De esta forma, la mayor liquidez reducirá los costos de financiación.

crédito. Los gobiernos están en condiciones tanto de monitorear la tasa de aumento de los créditos como de operar sobre las instituciones financieras a fin de limitar su tendencia procíclica. Para esto último, pueden fijar límites a las relaciones de endeudamiento. En la medida en que se coloca un límite fijo al endeudamiento la capacidad del sistema financiero de experimentar ciclos de retroalimentación se verá recortada.

Tipos fijos y flexibles en el período de la globalización

Los precios de los activos en el mundo y los movimientos de capitales se caracterizan por su volatilidad. De ello surge que en un mundo con ciclos financieros globales vigorosos, caracterizados por bruscos y amplios movimientos en los precios de los activos, en los volúmenes de créditos netos y brutos y en el endeudamiento, se generan condiciones de inestabilidad en los sistemas bancarios y en la tasa de interés. Por otra parte, el factor decisivo es la política monetaria del país hegemónico, que afecta el endeudamiento de los bancos internacionales, el crédito y el incremento del sistema financiero global (Rey, 2018, 17). También se generan cambios en la percepción del riesgo por parte de los diferentes agentes.

Según Rey, estas interrelaciones invalidan el trilema de Mundell-Fleming, que postula que en un mundo con libre circulación de capitales, es posible lograr una política monetaria autónoma si y solo si los tipos de cambio pueden flotar. Si bien es seguro que en un régimen de tipo de cambio fijo no puede haber una política autónoma, en un mundo con tipos de cambios flotantes tampoco habrá esa alternativa si se mantiene la libertad de circulación de fondos. Rey (2018, 18) descarta la existencia de un trilema y afirma que se está frente a un dilema. No se puede elegir dos de tres, sino uno de dos. Esto es, con tipos de cambios flexibles, para lograr el manejo de la política monetaria debe descartarse la libre circulación de capitales. Frente a esto cabe discutir dos cuestiones.

IV. ¿Cuáles son los beneficios de las transferencias del capital extranjero?

Dada la inestabilidad generada por flujos financieros cada vez más elevados, Rey se pregunta sobre la utilidad misma que tienen esos flujos. En otros términos, ¿qué beneficios aportan esas transferencias de capitales externos a la macroeconomía?. Los resultados que obtiene distan de coincidir con la teoría de las finanzas internacionales. En su criterio, hay

dos métodos alternativos para encarar este problema. Uno de ellos consiste en calibrar, en el marco de los modelos de macroeconomía internacional, cuáles son las ganancias de bienestar que aparecen cuando se introducen esos flujos internacionales. El otro método, es la evaluación empírica que puede encontrarse sobre el crecimiento económico y, también sobre la actitud frente al riesgo, cuando se considera la integración financiera. Este último método exige tomar series estadísticas.

Cuando se calibran los modelos macroeconómicos, se encuentra que las ganancias de tomar en cuenta los flujos de capitales son de segundo orden. Cuando se encaran estudios empíricos, estos efectos positivos resultan difíciles de ser identificados. Por lo tanto, con ninguna de estas metodologías, es posible obtener un apoyo robusto sobre la existencia de grandes beneficios cuantitativos de la integración financiera internacional. Esto no niega a priori la existencia de tales beneficios. Simplemente afirma que no aparecen con evidencia, sobre todo, tomando en cuenta el enorme desarrollo actual de la globalización financiera por todas partes.

El control de la cuenta capitales

Hasta hace no mucho tiempo, para la academia neoclásica cualquier debate teórico sobre el control de capitales era algo que razonablemente sólo podía tener lugar entre quienes habitaban en los suburbios del mundo económico. Tras el colapso de 2008, la influencia de tal precepto disminuyó.

En el pensamiento convencional, la represión financiera o la traba a la circulación de capitales no pueden conducir a una asignación eficiente de los recursos entre ahorro e inversión. Tal idea también tiene su correlato en el plano político y social. Así, la implantación de los controles en Bretton Woods al finalizar la guerra, encontró la oposición de los banqueros estadounidenses, que buscaban dejar atrás el New Deal y las restricciones impuestas por la emergencia bélica. Con el tiempo, consiguieron establecer un circuito bancario externo, el mercado de eurodólares, ajeno a la regulación de la Reserva Federal. Pero recién en la década del setenta, aparecieron voces que se alzaron contra la llamada represión financiera y en favor de la libertad de los mercados, como Shaw y McKinnon.

Bajo la globalización, la apertura de los mercados se impuso en la mayor parte del mundo. Es cierto que las crisis cambiarias de finales de los noventa empujaron a muchos países a establecer controles sobre la cuenta capital, de diverso alcance, como ocurrió con Malasia, Brasil y varios más. Sin embargo, estas medidas tuvieron un alcance incompleto y transitorio. La única excepción que persistió en el tiempo, fue China que construyó su poder industrial y económico a través de la intervención estatal y de la regulación de sus mercados (Vasudevan, 2018, 3) ¹¹.

Al precipitarse la crisis de la deuda la Unión Europea, empezó a circular una reconsideración sobre la apertura de la balanza de capital. Rey (2018) considera que la fuerza del ciclo financiero global puede impactar en forma negativa sobre diversos países y que todo gobierno que juzgue conveniente desplegar una política monetaria autónoma no lo conseguirá sólo con el recurso de tipos de cambio flexibles. Deberá, además, establecer algún tipo de control sobre la cuenta capital, que pueden tener diverso alcance, ya que pueden ser permanentes o transitorios o comprender a todos o a una parte de los activos.

Sin embargo, la generalización de esas restricciones no parece ser un asunto sencillo. Lapavitsas (2013, 322) aborda la cuestión sobre qué posibilidades hay de regresar a las condiciones que rigieron durante Bretton-Woods (1944-1971). En primer lugar, sostiene que no existe la perspectiva de disponer hoy de un dinero mundial que pueda estabilizar los tipos de cambio como ocurrió en 1944. Esto significa que perdurará la volatilidad en las tasas de interés y en los tipos de cambio. En segundo término, el sector financiero va a resistir política y económicamente cualquier intento de restablecer controles a los flujos externos en la cuenta capital, que le han permitido obtener altas ganancias. En tercer lugar, hoy tampoco parece factible separar la actividad de los mercados en banca comercial y banca de inversión. Los grandes bancos obtienen liquidez a través de operaciones con

¹¹ China optó por un camino distinto en su política monetaria y de control de capitales. Después de la crisis de 2007-2009 continuó creciendo a un ritmo más alto que sus competidores y se convirtió en una potencia industrial del globo. El yuan empezó a cobrar cierto poder a través de préstamos a bancos centrales asiáticos al tiempo que desarrollaba un sistema privado de instituciones financieras (shadow banking). No obstante, el yuan siempre obtuvo su liquidez a través de operaciones en el mercado mundial y no a partir de créditos al sector interno. La mayor apertura en la cuenta capital debió ser contenida por la caída en las reservas del Banco Popular de China entre 2013 y 2014 por giros de divisas de los capitalistas al exterior. Este episodio alteró la estrategia de avanzar en la convertibilidad del yuan y frenó la liberalización de la cuenta capital. Tales vaivenes muestran el difícil desafío de China para desenvolverse en el mercado mundial y, al mismo tiempo, enfrentar el poder del dólar (Vasudevan, 2018, 17).

securities en los mercados internacionales. Esa función típica de los bancos de inversión ya no constituye una opción adicional para los bancos comerciales sino que es una parte integral de su funcionamiento. Por estas razones, no parece que bajo el capitalismo de nuestros días haya condiciones para restablecer los controles de cambio. Para llevar adelante esas medidas, sostiene Lapavitsas (2013, 323), se necesitan pasos decisivos del movimiento obrero que replacen el orden social vigente por el socialismo.

Bryan y Rafferty (2006, 195) razonan en la misma dirección. Afirman que un gobierno que se proponga establecer el control de cambios debe ejercer una intervención sobre los flujos de capitales. Son recursos ociosos que no se destinan a ninguna actividad reproductiva. Frente a esta alternativa, el gobierno debería asignar esos recursos hacia objetivos concretos. Se trata de un acto de expropiación que no está en ninguna agenda keynesiana. Esta acción sólo puede ser concretada por la clase obrera y sería fuertemente confrontada por el capital como relación social. Es una situación muy similar a la vinculada con el desconocimiento de la deuda externa de América Latina (Toussaint y Rivié, 2021).

Bryan y Rafferty admiten que hay autores que proponen otra alternativa. Se trata de que el gobierno obligue a los propietarios de esos fondos a invertirlos internamente como capital dinero. En este caso, tendría que garantizar a ese capital inmovilizado condiciones de rentabilidad que sean suficientes para que se vuelque a la acumulación. Esto exigiría que los costos de estas políticas sean respaldados por los trabajadores o mediante subsidios estatales.

V. El tipo de cambio fijo y la política de esterilización

Para Lavoie (2001) la idea de Mundell-Fleming de que no es posible el manejo de la política monetaria si hay un régimen de tipo de cambio fijo es un error que se deriva de desconocer la lógica de la esterilización del dinero. En la medida en que el banco central absorba la liquidez que emitió para comprar divisas, mediante ventas de títulos públicos en operaciones de mercado abierto, no habrá variaciones en la base monetaria y, de esta forma, se podrá fijar la tasa de interés en el nivel deseado.

A comienzos del presente siglo, diversos países asiáticos, como China, Taiwán, Malasia y Corea, generaron superávits crecientes en su balanza comercial, gracias a sus incrementos

de productividad obtenidos en el mercado mundial. En otros, esos excedentes se originaron en el aumento de los precios de exportación, como sucedió en Arabia Saudita (petróleo) y en Brasil y Argentina (soja). Además de aumentar sus reservas internacionales, muchos de esos países consiguieron evitar la apreciación de sus monedas en mercados con regímenes flexibles y garantizar una paridad que mantuviera su competitividad en el mercado mundial. En esta visión, el criterio de Mundell-Fleming queda invalidado puesto que, si utilizan todos los instrumentos necesarios, se puede obtener un tipo de cambio fijo, el manejo de la política monetaria y la apertura externa. Esto implica la inexistencia del trilema (Lavoie, 2001, 217; Bofinger, 2001, 388).

Es importante destacar que la política de esterilización no obtiene siempre idénticos resultados. Hay que considerar dos casos. El primero se presenta cuando se registran ingresos de capitales, como ocurrió en aquellos países durante la primera década del siglo actual por el boom de las commodities. En esta situación, el banco central adquiere las divisas excedentes en el mercado de cambios y, como contrapartida, compra bonos públicos a los bancos comerciales en operaciones de mercado abierto, con el fin de absorber la emisión monetaria que se volcó al sistema. El segundo caso se refiere a la salida de capitales externos, por un reflujo de fondos financieros o por la aparición de un déficit comercial. Bajo tipos flexibles, si salen capitales, el banco central habrá de vender divisas con el objetivo de evitar una depreciación cambiaria. Esto significa que habrá una contracción de la liquidez en el sistema bancario que deberá ser contrarrestada mediante la adquisición de bonos públicos, expandiendo la base monetaria. La contracción inicial queda compensada y no se modifica la cantidad de base monetaria existente.

Lavoie (2001, 234) consideró en un primer momento que estos movimientos, generalmente, tienen un carácter endógeno en el sistema bancario. Esto es, no es el banco central el que impulsa una esterilización de moneda nacional cuando entran divisas, sino que son los exportadores que reciben esa moneda los que cancelarán deuda con sus bancos, disminuyendo la liquidez generada en el sistema. De esta forma, sin intervención del banco central se operará el llamado principio de *compensación*; esto es, un aumento y una paralela reducción de la liquidez bancaria. Más tarde, sin embargo, Lavoie (2010, 17) rectificó este punto de vista al admitir que se está frente a una decisión autónoma del banco central, que

maneja la base monetaria con el fin de controlar el crédito y evitar excedentes en el mercado del dinero.

Los límites de la esterilización

Bofinger (2001) sostiene que el primer caso, de acumulación de dólares, podría tener lugar en forma indefinida si el banco central posee suficiente capacidad de esterilización. Esto es, si a medida que acumula las reservas está en condiciones de colocar en los bancos comerciales títulos de la deuda interna. Ese margen para operar con títulos es amplio cuando se compran reservas externas, aunque puede verse condicionado por la situación del sistema financiero de cada país. Si la inflación es elevada o las tasas de interés nominales son altas, se incrementará el costo financiero de la esterilización y eso podría realimentar la inflación o provocar una desestabilización del sistema ¹².

El segundo caso es cuando el banco central debe vender reservas porque hay salida de dólares. En los periodos de bonanza de precios o de auge exportador, los bancos centrales de los países periféricos cuentan con un stock de reservas en dólares que les permite, hasta cierto punto, afrontar ventas de divisas y, al mismo tiempo, vender títulos públicos para compensar la caída de liquidez generada por la primera operación. Pero, los países periféricos están expuestos a grandes salidas de capitales que pueden tener un carácter desestabilizador. Por lo tanto, existen límites para llevar adelante la esterilización. La experiencia indica que cuando se verifican crisis financieras, los gobiernos evitan vender sus divisas y entrar en procesos devaluatorios, mediante controles en la balanza capital (Taylor y Frenkel, 2006).

Angrick (2018. 121) encaró un análisis econométrico para cinco países, cuyos resultados avalan la tesis de la *compensación*. Ellos son, Corea, Taiwán, Malasia, China y Hong Kong, y el orden en que aparecen denota la relativa flexibilidad del régimen cambiario, más alto en Corea y menor en China y en Hong Kong que tiene una caja de conversión. Los datos

Sin embargo, podría ocurrir el caso opuesto en caso de que los intereses que pague a los bancos comerciales por esos títulos sean inferiores a los intereses que obtenga por sus reservas mantenidas en títulos del tesoro de los Estados Unidos.

corresponden a la primera década de este siglo ¹³. El análisis abarca a este conjunto de países que se caracterizan por haber registrado grandes flujos de reservas externas en el período considerado. Esto es, el caso corresponde a acumulación de divisas por los bancos centrales, Angrick encuentra que en todos los casos, se verifica el principio de compensación estudiado por Lavoie (2001). Ello se manifiesta en aumentos de la base monetaria por compras de divisas y un paralelo descenso de la base por operaciones de cancelación de pesos del sector privado. De haberse cumplido el teorema de Mundell-Fleming el resultado hubiera sido una expansión neta de la base monetaria.

Los países dependientes que cuenta con un stock de reservas internacionales se encuentran en una posición financiera relativamente más favorable. Dado el carácter subordinado de sus monedas en relación al dólar, la existencia de un volumen elevado de reservas sirve para fortalecer su moneda nacional y garantizar condiciones de estabilidad cambiaria. Esto se traducirá en una inflación baja y en una mejor posición fiscal por los impuestos de exportación. Esta mayor solidez de la moneda nacional no significa negar la influencia del ciclo financiero mundial o desconocer la fragilidad que tienen los países dependientes en el sistema mundial, sobre todo cuando sobrevienen sacudimientos monetarios.

VII. Conclusiones

Las ideas de Mundell-Fleming son objetadas desde dos perspectivas diferentes. Una de ellas toma el marco de la economía mundial y sostiene la primacía del ciclo financiero global sobre los países, en particular, sobre los dependientes. Dada la interrelación de los flujos de capitales, los tipos de cambios flexibles no constituyen una defensa eficaz para conducir la política monetaria. Un país que ser proponga regular el crédito y el dinero deberá implementar controles en el mercado de cambios. Tal es el alcance del mercado mundial en las actuales condiciones del ciclo financiero global.

El principio de la *compensación*, que se basa en la política del banco central de esterilizar los movimientos de la base monetaria, se ubica en una posición diferente. En esta visión, los países dependientes cuyos bancos centrales intervienen en los mercados de divisas,

¹³ Por razones de disponibilidad de estadísticas, no todos los países cubren exactamente el mismo período.

pueden acceder a una situación de libertad de capitales, política monetaria autónoma y tipo de cambio fijo. Tal experiencia fue atravesada por los superavitarios países del sudeste asiático, incluso China. Como señala Angrick, la dificultad no está en el régimen de cambios sino en la restricción de divisas por la que atraviese un país. Esta última aseveración está en lo cierto. Una gran número de países dependientes, como la Argentina, se desenvuelven restringidos por una falta crónica de reservas. Esto no excluye la posibilidad de atravesar períodos con altos excedentes en dólares generados en la balanza comercial. En esas etapas, es posible la vigencia del período de compensación.

Bibliografía

Iñaki Aldasoro y Torsten Ehlers, 2018, Global liquidity: changing instruments and currency patterns, *BIS Quarterly Review*, setiembre, pags. 17-27.

Iñaki Aldasoro, Wenqian Huang y Esti Kemp, 2020, Cross-border links between banks and non-bank financial institutions, *BIS Quarterly Review*, setiembre, pags. 61-74.

Stefan Angrick, 2018, Global liquidity, and monetary policy autonomy: an examination of open-economy policy constraints, *Cambridge Journal of Economics*, volume 42, número 1, enero, pags. 117-135.

Peter Bofinger, 2001, *Monetary Policy*, Oxford, Oxford University Press, 454 páginas.

Claudio Borio, Harold James y Piti Disyatat, 2014, The international monetary and financial system: a capital account historical perspective, *BIS Working Papers No. 457*, agosto, 26 páginas.

Dick Bryan, 1995, *The Chase Across the Globe. International Accumulation and the Contradictions for National States*, Boulder, Westview, 205 páginas.

Dick Bryan y Michael Rafferty, 2006, *Capitalism with Derivatives*, New York, Palgrave Macmillan, 236 páginas.

Erik Burcu, Macro J. Lombardi, Dubravko Mihaljek y Hyun Song Shin, 2020, The dollar, bank leverage and real economic activity: an evolving relationship, BIS Working Papers No. 847, marzo, 15 páginas.

Hasan Cömert, 2019, From Trilemma to Dilemma: Monetary Policy Effectiveness after the Bretton Woods World, PERI Working Paper, No. 480, marzo, 29 páginas.

Gerard Duménil y Dominique Lévy, 2011, The Crisis of Neoliberalism, Massachusetts, Harvard University Press.

Roberto Frenkel y Lance Taylor, 2006, Real Exchange Rate, Monetary Policy and Employment: Economic Development in a Garden of Forking Paths, University of Massachusetts, Amherst, PERI No. 2, setiembre, 20 páginas.

Costas Lapavistas, 2013, Profiting Without Production, Londres, Verso, 393 páginas.

Marc Lavoie, 2001, The Reflux Mechanism and the Open Economy, en Louis-Philippe Rochon y Matías Vernengo (eds.), Credit, Interest Rates and the Open Economy, Cheltenham, Edward Elgar, pags. 215.242.

Marc Lavoie, 2010, Changes in the Central Bank Procedures during the Supreme Crisis and Their Repercussion on Monetary Theory, Annandale-on-Hudson, The Jerome Levy Institute, Working Paper No. 606.

Silvia Miranda-Agrippino, Tsvetelina Nenova y Helene Rey, 2020, Global Footprints of Monetary Policies, preliminar, 19 páginas.

Helene Rey, 2014, International Channels of Transmission of Monetary Policy and the Mundellian Trilemma, Washington, IMF, 15th Jacques Polak Annual Research Conference, noviembre, 44 páginas.

Helene Rey, 2018, Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independency, version revisada, NBER Working Paper 21163, febrero, 40 páginas.

Anwar Shaikh, 2016, Capitalism, New York, Oxford University Press, 979 páginas.

Eric Toussaint y Milan Rivié, 2021, América Latina y el Caribe se enfrentan a una grave crisis de la deuda, 10 de marzo. <https://www.cadtm.org/America-Latina-y-el-Caribe-se-enfrentan-a-una-grave-crisis-de-la-deuda>

Ramaa Vasudevan, 2010, Financial intermediation and fragility: the role of the periphery, International Review of Applied Economics, volumen 34 número 1, enero, pags 57-74.

Ramaa Vasudevan, 2018, The internationalization of the Renminbi and the evolution of China's monetary policy, Working Paper 10/2018, Department of Economics, The New School for Social Research, agosto, 47 páginas.7