

Ensayos Económicos

Apuntes de la crisis global

Barry Eichengreen La parábola de los ciegos y el elefante

Axel Leijonhufvud Una recesión fuera de lo común

Daniel Heymann Notas sobre variedades de crisis

José María Fanelli La política económica fuera del corredor. Reflexiones sobre la crisis global y la experiencia latinoamericana

Javier Finkman El norte desde el sur

Sebastián Katz Centro y periferia: la propagación de la crisis a las economías latinoamericanas

Christian Broda, El nuevo equilibrio global

Piero Ghezzi y

Eduardo Levy-Yeyati

Francesco Giavazzi La crisis y la demanda mundial, del corto al mediano plazo

José A. Ocampo Gaviria Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual

Jorge Carrera El G20, la crisis y el rediseño de la Arquitectura Financiera Internacional

53

54

In memoriam Alfredo Canavese

Pablo Gerchunoff y Daniel Heymann

“La hipótesis estructural en la teoría de la inflación”

Alfredo Canavese

Enero - Junio de 2009



Implicaciones de política económica de la inestabilidad financiera actual*

Por José Antonio Ocampo Gaviria**

En el centro de la crisis financiera actual yace el comportamiento procíclico que es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. En contra de los argumentos de los economistas ortodoxos, dichos mercados no se estabilizan por sí solos ni tienden a suavizar el comportamiento del gasto privado. Este problema se ve agravado por el hecho de que las regulaciones prudenciales actuales también son procíclicas. Para los países en desarrollo, la crisis se ha mezclado con las deficiencias estructurales en el funcionamiento del sistema monetario y financiero global, particularmente los fuertes shocks procíclicos que enfrentan estos países y la necesidad de acumular grandes cuantías de reservas internacionales para ganar aún espacios limitados para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas. Sin embargo, esta decisión racional de “autoasegurarse” contra las crisis pudo haber contribuido a la creación de los desequilibrios de pagos globales. Este ensayo argumenta que estas dos dimensiones de la crisis mundial –la ausencia de un marco de regulación prudencial anticíclica y el masivo “autoaseguramiento” de los países en desarrollo– sólo pueden ser resueltas con soluciones globales. El primero de estos problemas exige que todos los países adopten un marco anticíclico de regulación y supervisión prudencial. El segundo requiere que se diseñen mejores instrumentos globales para manejar las crisis financieras de los países en desarrollo, que permitan en particular abrir “espacio de política” para que dichos países adopten políticas macroeconómicas anticíclicas.

* Este documento es la versión revisada del trabajo presentado en las Jornadas Monetarias y Bancarias del Banco Central de la República Argentina sobre “Turbulencias Financieras: Impacto en economías desarrolladas y emergentes”, Buenos Aires, 1 y 2 de septiembre de 2008. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no reflejan necesariamente las del BCRA o las de sus autoridades.

** Profesor y Miembro del Comité sobre Pensamiento Global de la Universidad de Columbia.

Introducción

La característica distintiva de la inestabilidad financiera actual es que se originó en el centro del sistema económico mundial. Ya a fines de 2008 quedaba claro que era la peor crisis financiera desde la Gran Depresión y la peor recesión global desde la Segunda Guerra Mundial. Para los países en desarrollo, la crisis se combinó con deficiencias estructurales en el funcionamiento del sistema financiero y monetario global, en especial los fuertes *shocks* procíclicos que enfrentan estos países y la necesidad de acumular grandes cuantías de reservas internacionales para dar un espacio, aunque sea limitado, para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.

Las expectativas iniciales del FMI de que la economía mundial no sufriría una recesión significativa y, en particular, que los países en desarrollo podrían “desacoplarse” de la recesión de los países industrializados, ahora sólo parecen como un espejismo. Aunque el dinamismo endógeno de China sigue siendo la mejor apuesta, ni siquiera esta economía resultó inmune al impacto de la crisis. Los países en desarrollo aprendieron de las crisis previas que dejar que la abundancia de divisas genere una gran apreciación del tipo de cambio durante las épocas de auge es la receta para una crisis posterior. Muchos eligieron, por ello, acumular las entradas extraordinarias de capital y parte de los mayores ingresos de exportaciones durante el auge reciente como reservas internacionales y fondos de riqueza soberanos. Sin embargo, esta decisión racional de “autoasegurarse” frente a las crisis pudo haber contribuido a empeorar los desequilibrios de pagos globales y, aunque aportó espacio para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas en los países en desarrollo, éste ha sido más limitado de lo previsto.

Este documento analiza las implicaciones de política económica de estas dos características centrales de la crisis actual. La sección I centra su atención en la ausencia de un marco anticíclico para la regulación. La sección II analiza las implicaciones mundiales del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. La última sección presenta algunas conclusiones.

I. La necesidad de contar con marcos regulatorios anticíclicos

En contra de lo que han señalado los análisis económicos ortodoxos en las últimas décadas –que los mercados financieros tienden a estabilizarse por sí mismos y

a suavizar el comportamiento del consumo y, en términos más amplios, el gasto—, muchos economistas han resaltado, desde fines de los años noventa, el fenómeno opuesto, al cual han denominado “exuberancia irracional” y, su contraparte, el “pesimismo injustificado”.¹ El “contagio” y el “comportamiento de manada” que subyacen a estos ciclos de auge y colapso financiero se han manifestado a lo largo de la historia en fases sucesivas de “apetito por el riesgo” (o, quizás más apropiadamente, subestimación de los riesgos) y “fuga hacia la calidad” (aversión al riesgo), para utilizar la terminología de los mercados financieros. Estos ciclos siguen la dinámica endógena inestable analizada por Minsky (1982), quien sostenía que los auges financieros generan una confianza creciente de los agentes de mercado que se refleja en una excesiva acumulación de riesgos —tanto mayor como más prolongado sea el auge—, que deriva finalmente en una crisis. Más recientemente, White (2005) sugirió una explicación similar y subrayó cómo la “búsqueda del rendimiento”, que caracteriza a los entornos de bajas tasas de interés, genera incentivos para la creación de crédito, operaciones de *carry trade* y apalancamiento creciente, todo lo cual genera con facilidad burbujas de precios de activos. La explosión de estas burbujas abre las puertas a la segunda fase del ciclo.

Muchos factores explican este comportamiento. Los principales agentes del mercado —bancos comerciales y de inversión, agencias calificadoras de riesgo, instituciones financieras internacionales— utilizan las mismas fuentes de información y suelen reafirmar las interpretaciones de los datos y acontecimientos que realizan las demás. Dado que a estos actores se les considera como “mejor informados”, los restantes agentes del mercado siguen generalmente sus pasos, consolidando de este modo la conducta de manada. Dicha conducta aumenta la volatilidad que se deriva del enfoque de corto plazo de muchas decisiones de mercado y prácticas operacionales. A su vez, los modelos de evaluación de riesgos tienden a usar variables determinadas por el mercado, como los precios de las acciones y los primas de riesgo crediticio, que suelen estar sesgadas hacia el optimismo durante los períodos de gestación de las burbujas y demasiado pesimistas después de su explosión. Más aún, el uso de modelos de riesgo similares sensibles a estas variables de mercado, junto con el referenciamiento competitivo (*benchmarking*) y la evaluación de los gerentes respecto de sus competidores, pueden agravar el comportamiento de manada y el sesgo de corto plazo de los agentes del mercado

¹ El término “exuberancia irracional” fue acuñado por Greenspan (1996). Vea también el libro clásico de Kindleberger (1978) y la obra más reciente de Schiller (2000).

(Persaud, 2000). Si bien la práctica y obligación regulatoria de valorar los activos y pasivos a precios de mercado es buena desde el punto de vista de la transparencia, también aumenta la sensibilidad de todos los agentes del mercado a las variaciones de corto plazo de dichos precios.

Además, tal como lo ha resaltado la literatura macro-prudencial desde hace varios años, la regulación prudencial tradicional tiene sesgos procíclicos (véase, por ejemplo, Borio, Furfine y Lowe, 2001; Ocampo, 2003), que no sólo no se corrigieron sino que fueron profundizados por Basilea II. Un problema especialmente crítico son las provisiones (o reservas) por deudas de dudoso recaudo, que suelen estar ligadas al índice de morosidad actual o a las expectativas de corto plazo sobre él. En los ciclos alcistas, la morosidad es baja; esto, sumado a la consiguiente necesidad de constituir provisiones limitadas, alienta la toma de riesgos. Pero esto significa que un aumento súbito de la morosidad agota rápidamente las provisiones existentes durante las crisis. Las instituciones financieras tienen que usar el capital para cubrir las pérdidas pero, dado los requerimientos regulatorios, su capacidad para prestar es limitada y puede desencadenar una escasez de crédito. Una solución sería la obtención de capital pero esto suele ser complicado y costoso si la rentabilidad de la actividad financiera es baja, como tiende a serlo durante las crisis. También podrían vender algunos de sus activos, pero la liquidación simultánea de activos de las instituciones financieras, en especial activos percibidos como riesgosos, tiende a reducir su liquidez y ocasiona grandes pérdidas a los agentes que los venden en situaciones de pánico.

Un aspecto importante del “contagio” es la tendencia de los mercados a agrupar los activos, empresas y países en determinadas categorías de riesgo. Más allá de la validez de esta práctica, esta agrupación se convierte en una “profecía autocumplida”: los acontecimientos que ocurren en una empresa o país pasan a ser vistos como “representativos” de una clase de activos y, por lo tanto, generan reacciones que afectan a los restantes integrantes del grupo. Por ejemplo, tal como demuestra la experiencia de los mercados emergentes, incluso los países con condiciones fundamentales (*fundamentals*) débiles pueden participar de los auge financieros y, del mismo modo, todos los países, más allá de sus condiciones básicas, sufren luego de interrupciones súbitas del financiamiento externo (Calvo y Talvi, 2008).

El comportamiento de manada ocurre incluso en épocas normales pero es devastador durante los períodos de gran incertidumbre, en los que la “información”

se torna poco confiable y las expectativas volátiles. De hecho, la “información” subyacente al pánico podría ser objetivamente imprecisa o incorrecta y, aún así, prevalecer. La corrección drástica de las expectativas ha desencadenado numerosas crisis en los países industriales –el colapso del mercado bursátil de la tecnología a principios de 2000, la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos a mediados de 2007 y la crisis financiera generalizada de septiembre de 2008– así como en los mercados emergentes –en particular la crisis de la deuda de América Latina de los años 1980s y las crisis asiática y rusa de 1997-1998–.

El desarrollo de los mercados de derivados financieros e instrumentos relacionados abrió la puerta a la formación específica de precios para distintos riesgos y a la expansión de las técnicas de cobertura. Sin embargo, este proceso no necesariamente elimina o reduce el riesgo; puede transformarlo y redistribuirlo entre diferentes tenedores y mejorar la eficiencia, si los riesgos se transfieren a los agentes del sistema financiero que mejor los administran. No obstante, al mismo tiempo, el proceso dificulta la evaluación de los riesgos subyacentes (Knight, 2004) y puede terminar transfiriendo el riesgo a los sectores del sistema financiero en los que la regulación y supervisión son más débiles o a agentes con un excesivo “apetito por el riesgo” y altos niveles de apalancamiento, que apuestan a obtener ganancias extraordinarias durante las fases favorables del ciclo económico. Por lo tanto, aunque el crecimiento acelerado de los mercados de derivados ayudó a reducir los riesgos a nivel microeconómico, pudo haber aumentado la inestabilidad macroeconómica. En las palabras de Dodd (2008), y en relación con los flujos de capital hacia los países en desarrollo, si las entradas de corto plazo son “dinero caliente”, bajo condiciones críticas los derivados pueden transformarse en “dinero de microondas” (*microwave money*) y acelerar y magnificar las respuestas del mercado a los cambios repentinos de expectativas.

Los derivados y la titulización sacaron a muchos activos financieros de los balances de las instituciones financieras. Además, facilitaron el crecimiento de los agentes no bancarios y equipararon las actividades de los bancos y de los inversores institucionales no bancarios. El hecho de que hubiera menos riesgo concentrado en los bancos indicaba que había más activos en los balances de las instituciones no sometidas a modelos de capital consolidado basados en el riesgo (Geithner, 2004). La regulación débil de las transacciones fuera de los balances y la fuerte oposición a regular los fondos de inversión alternativa (*hedge funds*) contribuyeron a la gestación de inestabilidades potenciales. El tamaño creciente de las principales

instituciones financieras, producto de la consolidación y la diversidad de actividades de las que participaban, potenció el impacto del fracaso de intermediarios sistémicamente importantes.

Todas estas tendencias se reflejaron en los vínculos crecientes entre los distintos segmentos del sistema financiero mundial: entre las instituciones financieras y los mercados, entre los diferentes tipos de instituciones financieras, y entre los países. Los vínculos financieros se vieron fortalecidos, además, por la liberalización de los flujos de capital internacionales y la desregulación de los mercados financieros internos. A su vez, la creciente correlación derivó en una mayor correlación entre los cambios que se producían en el mercado, limitando el espacio para una diversificación efectiva del riesgo. Esto tuvo implicaciones significativas para las relaciones entre los acontecimientos macroeconómicos y financieros. Según la literatura macro-prudencial, los riesgos *macroeconómicos*, asociados a las variaciones en la actividad económica, las tasas de interés y los tipos de cambio, suelen prevalecer sobre las ventajas *microeconómicas* de la diversificación del riesgo. A su vez, el surgimiento de una esfera financiera mucho más grande, compleja e interrelacionada, significó que los problemas del sistema financiero tuvieran consecuencias para la economía real mucho mayores que en el pasado.

El déficit regulatorio agravó todos estos problemas. Los vínculos entre los diferentes segmentos del mercado y la similitud de prácticas entre los distintos agentes tornaron relativamente irrelevantes a las divisiones tradicionales entre distintos tipos de intermediarios, como quedó claro con la crisis de los bancos de inversión norteamericanos. Este déficit puede percibirse tanto en los agentes como en los activos. En el primer caso, hubo sin duda una regulación inadecuada de algunas prácticas de los agentes que, de otro modo, hubieran estado bien reguladas (transacciones fuera del balance en los bancos comerciales, por ejemplo), pero hubo también agentes que concentraron altos niveles de riesgo (como los bancos de inversión de EE.UU. y los *hedge funds*). En el segundo caso, un sinnúmero de activos evitó la regulación, desde los activos titularizados hasta los derivados. Por consiguiente, debemos pensar seriamente en cómo fortalecer la regulación y decidir si el foco debe estar puesto en los agentes o en las clases de activos y, de ser posible, en los dos.

Independientemente de que nos focalicemos en los agentes o los activos, un elemento vital en cualquier esfuerzo de reforma es el apalancamiento o, su con-

traporte, el respaldo de capital de las instituciones financieras en un sentido amplio, incluidas las provisiones. En este aspecto, *la característica más problemática de las finanzas es que son, por naturaleza, procíclicas*: los riesgos se acumulan durante los períodos de auge y sólo son evidentes cuando éstos llegan a su fin. En ese momento se descubre que los sistemas financieros están seriamente subcapitalizados en relación con los riesgos que han asumido. Éste es el fundamento de la recomendación más elemental para mejorar la regulación: *las regulaciones prudenciales deben tener un fuerte componente anticíclico*.

Este tema fue desestimado en el pasado, excepto por la literatura macro-prudencial antes mencionada. Por el contrario, tal como señalamos, uno de los principales problemas de la legislación actual, incluyendo a Basilea II, es que es procíclica, incluyendo los patrones procíclicos de las calificaciones crediticias, el uso amplio de la valoración a precios de mercado, que tiende a relacionar los auges de precios de activos con un aumento en los niveles de apalancamiento y posiciones especulativas abiertas, y los modelos de evaluación de riesgo que, debido a su diseño similar, suelen generar una mayor volatilidad en el mercado. Afortunadamente, el reciente Informe Anual del Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2008) colocó este tema como eje de los esfuerzos de reforma.

Esto requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas que compensen el comportamiento procíclico de los mercados financieros. Las recomendaciones básicas son aumentar el capital y/o las provisiones por deudas de dudoso recaudo durante los auges y evitar que la valoración a precios de mercado de los activos alimente el excesivo apalancamiento, limitando, por ejemplo, el valor de los activos que pueden utilizarse para respaldar créditos o emisiones de bonos. La introducción de una perspectiva anticíclica en la regulación prudencial sería muy útil para superar algunas de las principales críticas a Basilea II. También implica que debería instarse a las instituciones financieras a adoptar prácticas de gestión del riesgo capaces de seguir de manera más apropiada la evolución del riesgo durante todo el ciclo económico y que no sean demasiado sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

A partir del sistema introducido por España en el año 2000, propuse hace un tiempo (Ocampo, 2003) adoptar los principios de la industria de los seguros para las provisiones por deudas de dudoso recaudo en el ámbito bancario.

Los bancos suelen constituir provisiones muy cerca de la fecha en la que se supone que los préstamos vencen y se espera que no sean pagados. En cambio, la industria de los seguros constituye las provisiones cuando se emite la póliza de seguros. La analogía para los bancos consistiría en constituir las provisiones cuando se *desembolsan los préstamos* y no cuando se *estima* que no serán repagados.

En este sistema, las provisiones se constituyen durante los períodos de auge y pueden acumularse en un fondo, al que podría recurrirse en épocas de crisis para cubrir los préstamos incobrables. Este tipo de acción contrarresta el ciclo financiero porque permite un aumento procíclico del capital propio junto a las provisiones de los bancos durante los auges, para tener más capacidad de maniobra para administrar las pérdidas durante las crisis. En términos estrictos, este sistema es neutro respecto del ciclo y no anticíclico porque, en esencia, respeta el comportamiento procíclico de los préstamos; aún así, representa un importante avance con respecto a las prácticas actuales.

Una alternativa, propuesta por Goodhart y Persaud (2008), es aumentar los requerimientos de capital y no las provisiones durante los períodos de auge. En parte, es una respuesta a las objeciones de los contadores a autorizar la constitución de provisiones con base en las pérdidas esperadas de determinadas clases de activos y no de préstamos individuales. Aunque esta alternativa es aceptable, termina confundiendo la función del capital, que se supone debe cubrir las pérdidas *imprevisibles*, con la función de las provisiones, que es cubrir las pérdidas *previsibles* (en este caso, durante todo el ciclo económico).

También sería recomendable contar con normas anticíclicas más directas en relación con los cambios en la exposición del crédito de las instituciones financieras. En particular, se podría pedir a dichas instituciones que hagan provisiones generales o específicas por sector, o que endurezcan las prácticas de préstamo cuando hay un crecimiento excesivo del crédito en comparación con un punto de referencia específico o una tendencia a prestar a sectores sujetos a fuertes oscilaciones cíclicas. En los países en desarrollo, se debería aplicar una práctica similar al crecimiento de los préstamos en moneda extranjera otorgados a los sectores que producen bienes no transables y que, por lo tanto, generan descalces de moneda en las carteras. De hecho, todos los descalces de plazo y moneda en los balances y en los flujos de ingresos y pagos esperados deberían estar sujetos a provisiones.

Más allá de los cambios en la regulación, es necesario fortalecer la gobernabilidad global en el área de la regulación financiera, tal como lo han sugerido Eatwell y Taylor (2000), entre otros. Esto podría derivar en la creación de un regulador financiero mundial o una red efectiva de reguladores financieros, que es quizá la mejor opción en un mundo con tradiciones regulatorias heterogéneas. Cualquier sistema debe brindar una representación adecuada a los países en desarrollo. En este territorio, una reforma mínima consistiría en dar a estos países una participación equitativa en el Foro sobre Estabilidad Financiera (que ahora se ha logrado para los miembros del Grupo de los 20), el Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria e instituciones similares.

II. El origen del “autoaseguramiento” de los países en desarrollo

Una característica importante de la crisis actual es que fue precedida por casi una década de grandes déficits de cuenta corriente en Estados Unidos (véase el Gráfico 1). La capacidad de los EE.UU. para financiar un déficit persistente de esta magnitud se relaciona con la naturaleza del sistema global de reservas, en especial el papel del dólar como principal moneda de reserva e instrumento de pagos internacionales. El sistema de reservas también puede verse, aunque sólo de manera secundaria, como uno en el cual compiten entre sí distintas monedas nacionales alternativas como moneda de reserva (y una moneda regional en el caso del euro).

A principios de los años '60s, Robert Triffin (1961) señaló con precisión que un sistema *internacional* de reservas basado en la moneda *nacional* de la economía dominante es, por naturaleza, inestable porque conduce a ciclos de confianza en la moneda de reserva. Durante una fase del ciclo, Estados Unidos presenta déficits e inunda al mundo con activos en dólares. A ella le sucede una fase en la que adopta políticas monetarias contractivas destinadas, al menos en parte, a recuperar la confianza en el dólar como moneda de reserva. De hecho, Estados Unidos experimentó tres ciclos de este tipo desde los años '60s. El Gráfico 1 resume la evolución conjunta de la cuenta corriente y el tipo de cambio real del dólar norteamericano durante los últimos dos ciclos. En esta oportunidad, nos focalizaremos en el ciclo más reciente.

Los crecientes déficits nacionales (en especial de los hogares) y la apreciación del dólar norteamericano en la segunda mitad de la década de 1990 están detrás del deterioro de la cuenta corriente norteamericana. No obstante, la gran

Gráfico 1 / Estados Unidos: cuenta corriente vs. tipo de cambio real



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. Un aumento del tipo de cambio real significa una depreciación.

magnitud de los desequilibrios alcanzados desde fines de los años '90s fue generada también por una pronunciada divergencia entre el crecimiento económico de Estados Unidos y el del resto del mundo durante una coyuntura caracterizada por una fuerte desaceleración de buena parte de los países en desarrollo y las economías de transición inducida por las crisis asiática y rusa de 1997-1998.

La persistencia de altos déficits en cuenta corriente durante los períodos de auge posteriores refleja, en parte, otro fenómeno externo: la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo. Esta explicación es importante para entender por qué la tendencia a la depreciación del dólar a partir de 2003 no estuvo acompañada, como ocurrió en la segunda mitad de la década de 1980, por una fuerte corrección de los desequilibrios de la cuenta corriente norteamericana. Hay dos interpretaciones alternativas de este resultado. La primera subraya el papel de las políticas “mercantilistas” vinculadas al crecimiento impulsado por las exportaciones en los países en desarrollo, especialmente asiáticos, que genera una fuerte preferencia por utilizar tipos de cambio subvaluados como política de desarrollo. La segunda interpreta estos acontecimientos a partir de la gran demanda de reservas internacionales por parte de los países en desarrollo para protegerse de un mundo que carece de un buen “seguro colectivo” contra las crisis de la balanza de pagos, un fenómeno al que se ha venido a denominar el “autoaseguramiento”.

La primera de estas interpretaciones fue propuesta por la literatura del “Segundo Bretton Woods” (vea Dooley, Folkerts-Landau y Garber, 2003).² De acuerdo con esta escuela de pensamiento, las decisiones “mercantilistas” de los países asiáticos (y posiblemente de otros países en desarrollo) de evitar la apreciación del tipo de cambio y, de esta manera, sostener los modelos de crecimiento impulsados por las exportaciones también implicaron que estaban dispuestos a seguir financiando los déficit en cuenta corriente de EE.UU. Según las autoridades de estos países, los beneficios económicos de los tipos de cambio estables y competitivos superan los costos de la acumulación de reservas. A su vez, la constante acumulación de reservas en dólares por parte de los bancos centrales permitió a Estados Unidos depender de la demanda interna para impulsar su crecimiento económico.

Esta interpretación omite algunos aspectos importantes de la dinámica macroeconómica mundial, en especial el patrón procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y las respuestas de política de estos países a la volatilidad y a la administración de los *shocks* de términos de intercambio favorables que se consideran transitorios. En este sentido, las respuestas de política a la volatilidad financiera pueden entenderse como reacciones a una deficiencia importante de la arquitectura financiera mundial, que quedó clara con la crisis de la deuda de América Latina en la década de 1980 y las crisis asiática y rusa de 1997-1998: la falta de instituciones globales adecuadas para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo (y, quizás, las crisis financieras en general). De acuerdo con esta perspectiva, el “autoaseguramiento” es una respuesta racional de los países a la ausencia de un seguro colectivo apropiado. Es importante agregar que la percepción de buena parte del mundo en desarrollo de que el único seguro colectivo disponible –los préstamos de emergencia del FMI– no es aconsejable porque conlleva una condicionalidad excesiva e invasiva agrava el problema. Además, los recursos de los que dispone el Fondo se consideran demasiado pequeños en comparación con el tamaño de las crisis actuales, generadas sobre todo por interrupciones súbitas del financiamiento externo.

La naturaleza de los problemas que enfrentan los países en desarrollo se relaciona con la forma en que la inestabilidad financiera afecta a las distintas categorías de agentes. Los agentes que se perciben como prestatarios riesgosos están sujetos

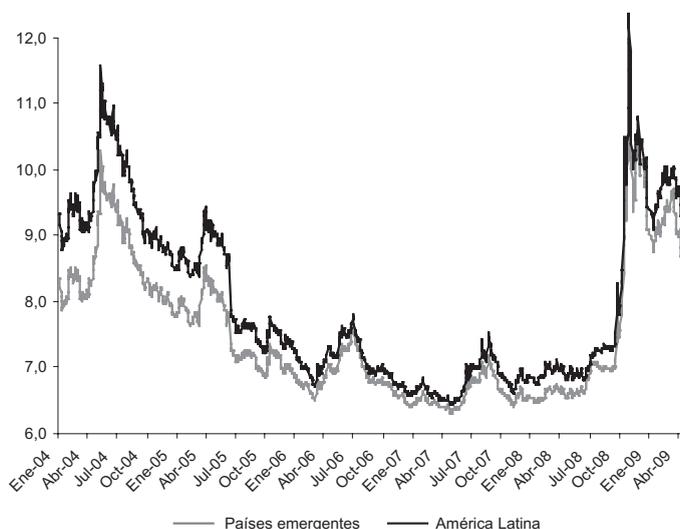
² El actual presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos sostenía una idea similar según la cual la economía mundial se vio afectada por un “exceso de ahorros” durante el período de auge.

a fuertes oscilaciones en la disponibilidad y el costo del financiamiento: se benefician con el “apetito por el riesgo” pero experimentan *shocks* adversos desproporcionados como resultado de la “fuga hacia la calidad”. Estos agentes más riesgosos incluyen tanto a algunos agentes nacionales de los países industrializados (pequeñas y medianas empresas y hogares más pobres) como, a nivel mundial, a los mercados emergentes (y, en términos más generales, a los países en desarrollo). Esto implica, utilizando la terminología de Frenkel (2008), que la integración de los países en desarrollo a los mercados financieros globales es siempre una integración *segmentada*, es decir, es la integración a un mercado segmentado según la categoría de riesgo en la que quedan agrupados los prestatarios, y en la que los prestatarios de alto riesgo están sujetos a fuertes patrones procíclicos.

Es importante subrayar que la volatilidad que enfrentan los países en desarrollo va más allá del comportamiento errático de los flujos de capital de corto plazo o del intenso movimiento ascendente de las primas de riesgo y de los períodos de interrupción total del financiamiento observados durante las crisis mexicana, asiática y rusa, o después del colapso de Lehman Brothers a mediados de septiembre de 2008. Estos países enfrentan, sobre todo, ciclos de *mediano plazo* en la disponibilidad y los costos del financiamiento. Desde mediados de los años ‘70s, ha habido tres ciclos completos de mediano plazo: un auge de financiamiento externo en la segunda mitad de los años ‘70s, seguido por una crisis de deuda importante en la década de 1980; otro auge en 1991-1997, seguido por una reducción pronunciada de los flujos de capital después de las crisis asiática y rusa de 1997-1998; y un nuevo auge desde el 2003, en particular desde mediados de 2004, que finalizó con la crisis financiera generalizada que hizo erupción a mediados de septiembre de 2008.

Es interesante señalar, en cualquier caso, que los ciclos de mediano plazo están acompañados por ciclos de más corto plazo. Durante el auge reciente hubo cuatro fases de turbulencia de corto plazo, según se refleja en la evolución de los rendimientos de los bonos de los mercados emergentes, dos de ellas específicas a dichos mercados: marzo/mayo de 2005, cuyo epicentro fue Estados Unidos; mayo/junio de 2006, como resultado de las perturbaciones originadas en Shangai; el tercer trimestre de 2007, como parte de la crisis de las hipotecas de baja calidad en los EE.UU.; y de junio de 2008 en adelante, como resultado de la caída de los precios de los productos básicos (Gráfico 2). La más reciente y severa, que se inicia a mediados de septiembre de 2008 con la quiebra de Lehman Brothers, debe considerarse, como ya se ha señalado, como el final del período de auge.

Gráfico 2 / Rendimientos de los bonos de los países emergentes



Fuente: JPMorgan.

La característica más problemática de estos cambios es que generan efectos procíclicos en las principales variables macroeconómicas –tipos de cambio, tasas de interés, crédito interno y precios de los activos– y limitan, al mismo tiempo, el margen de maniobra de política que tienen los países en desarrollo para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas.³ Para estos países, la volatilidad de la cuenta de capital se ha convertido en una de las principales fuentes –y, para muchos, la principal fuente– de inestabilidad macroeconómica *real* (Stiglitz *et al.*, 2006). Hay evidencias empíricas abrumadoras de que los flujos de capital hacia los países en desarrollo son procíclicos y, por lo tanto, exacerban los auges y las recesiones, en lugar de morigerarlos (Prasad *et al.*, 2003). Podría considerarse que ésta es la principal asimetría financiera y macroeconómica que enfrentan los países en desarrollo en el actual sistema financiero mundial.

³ Uso el término "procíclico" para referirme a una variable con *efectos* procíclicos en la actividad económica. Esto difiere del uso tradicional del término, según el cual una variable tiene un comportamiento procíclico cuando sube durante un auge y cae durante una crisis. Por ejemplo, las primas de riesgo de un país en desarrollo se comportan, según los criterios tradicionales, de un modo anticíclico (caen durante el auge y suben durante una crisis), pero tienen un efecto procíclico sobre la actividad económica. Por esta razón considero a esa variable como "procíclica".

Las acciones de política económica que los países en desarrollo pueden adoptar apuntan a corregir el origen directo de las turbulencias –la volatilidad de la cuenta de capital– o sus efectos macroeconómicos. En el primer caso, las políticas pueden incluir combinaciones variables de: (i) acumulación de reservas internacionales durante los auges como “autoaseguramiento” contra la menor disponibilidad de financiamiento durante la crisis posterior, con la correspondiente intervención en los mercados cambiarios para ayudar a morigerar la volatilidad del tipo de cambio; (ii) adopción de regulaciones de la cuenta de capital de carácter administrativo (controles) o basadas en el precio (encajes o gravámenes al financiamiento externo); y (iii) administración de los pasivos externos (reducción de la deuda externa del sector público o mejoras en su estructura de plazos durante los auges y modificación de la mezcla de endeudamiento interno *versus* externo del sector público de manera anticíclica). El segundo caso incluiría políticas fiscales anticíclicas, fortalecimiento de la regulación y supervisión prudencial –provisiones o requisitos de capital anticíclicos, y mecanismos para reducir los descalces de plazos y moneda– y utilizar el margen de maniobra que proveen las intervenciones en la cuenta de capital para adoptar una política monetaria anticíclica (Ocampo, 2003 y 2008; Stiglitz *et al.*, 2006).

Sin embargo, todas estas acciones tienen su costo. La acumulación de reservas internacionales como “autoaseguramiento” genera pérdidas cuasifiscales que son particularmente cuantiosas en economías con una alta prima riesgo-país y, en términos más generales, altas tasas de interés internas. También están sujetas a las ganancias y pérdidas de capital asociadas a las variaciones en los tipos de cambio entre las principales monedas de reserva. Las regulaciones de las cuentas de capital pueden ser efectivas para brindar un margen de maniobra a las políticas monetarias anticíclicas (un efecto que se ignora generalmente en la literatura económica ortodoxa), pero estos beneficios podrían ser sólo temporales y, en general, podría resultar imposible aislar a la economía de las fuertes oscilaciones del mercado internacional de capitales (véase, por ejemplo, Ocampo y Palma, 2008). Las regulaciones prudenciales más estrictas suelen aumentar el costo de la intermediación financiera y restringir el desarrollo de nuevos servicios financieros. Además, muchas acciones regulatorias que adoptan las economías emergentes para gestionar los riesgos terminan cambiando los problemas subyacentes, en lugar de corregirlos. Un ejemplo es el desarrollo de los mercados internos de bonos, que eliminan los descalces de moneda de los agentes que no tienen ingresos en divisas pero tienden a aumentar los descalces de plazos debido al sesgo de corto plazo de los mercados de bonos de los países en desarrollo.

En el caso de las economías que han abierto su cuenta de capital, el mejor instrumento macroeconómico anticíclico es, sin duda, la política fiscal. Desde el punto de vista de la balanza de pagos, la política fiscal anticíclica debería estar acompañada durante los auges por acumulación de reservas internacionales o recursos en fondos de estabilización y soberanos de riqueza, inversiones líquidas en el exterior por parte del gobierno o una reducción de la deuda externa del sector público. No obstante, las políticas fiscales anticíclicas podrían involucrar rezagos prolongados en las decisiones de política y algunos rezagos adicionales para hacer sentir los efectos macroeconómicos, que van a contramano de la necesidad de enfrentar los *shocks* fuertes y repentinos que se originan en la cuenta de capital.

Además, estas políticas enfrentan restricciones de economía política. Estas restricciones están relacionadas, en primer término, con el hecho de que es difícil defender durante los auges políticas fiscales anticíclicas para compensar la “exuberancia” del sector privado, en especial si esta exuberancia beneficia a los segmentos más ricos de la sociedad de los países en desarrollo (Marfán, 2005). También existen los problemas típicos de inconsistencia intertemporal: los grandes ahorros del sector público pueden generar, durante los auges, fuertes incentivos políticos para gastarlos (por ejemplo, la presión que enfrentó Chile cuando acumuló un importante ahorro fiscal durante el reciente auge de precios del cobre) o para dilapidarlos bajo la forma de recortes impositivos insostenibles (la experiencia de Estados Unidos durante la última década). De cualquier modo, la evidencia demuestra que las políticas fiscales procíclicas son la regla y no la excepción en el mundo en desarrollo (Kaminsky *et al.*, 2004).

Las restricciones a la adopción de políticas monetarias anticíclicas son aún más fuertes en ausencia de controles efectivos de los flujos de capital. La razón básica es que el arbitraje fija un piso a la tasa local que tiende a generar un comportamiento macroeconómico procíclico (Ocampo, Rada y Taylor, 2009). Este piso es la tasa de interés de paridad, determinada por la evolución de la tasa de interés de referencia del financiamiento externo (generalmente los títulos del Tesoro de los EE.UU.), la prima de riesgo y la depreciación esperada del tipo de cambio (o menos la apreciación esperada).⁴ Dado que la prima de riesgo y la depreciación

⁴ En forma algebraica, supongamos que i es la tasa activa local, i^* es la tasa de endeudamiento externo, r es la prima de riesgo y \hat{e}^E es la tasa de depreciación esperada (el “sombrero” denota una tasa de crecimiento, $\hat{e} = (de / dt) / e$). Entonces, el arbitraje de tasa de interés tal como se lo describe en el texto dará origen a la ecuación $i = i^* + r + \hat{e}^E$.

esperada del tipo de cambio tienden a aumentar durante las crisis, resulta difícil reducir las tasas de interés internas. A su vez, las reducciones de las primas de riesgo están acompañadas por una apreciación del tipo de cambio durante los períodos de auge. Estas tendencias dificultan el aumento de las tasas de interés internas en ambas fases del ciclo económico. Las autoridades monetarias podrían intentar aumentar la capacidad de maniobra para administrar las tasas de interés internas de manera anticíclica permitiendo un tipo de cambio flotante. Pero esto sólo desplaza el problema hacia el tipo de cambio, que se torna más volátil y, por consiguiente, genera incentivos inestables para los productores de bienes y servicios transables.

Por lo tanto, hay razones para sostener que las asimetrías financieras y macroeconómicas que afectan a los países en desarrollo son ineludibles. Sin embargo, dentro de la reducida capacidad de maniobra de estos países, hay fundamentos sólidos para defender la adopción de las políticas macroeconómicas anticíclicas disponibles. Esta lógica se origina en la volatilidad de la cuenta de capital, pero un fundamento similar es aplicable a los países exportadores de productos básicos primarios que enfrentan *shocks* de términos de intercambio. Desde un punto de vista más general, es posible sostener que los países en desarrollo deben gestionar el desempeño cíclico de los ingresos por exportaciones de manera anticíclica, lo que implica que las cuentas corrientes deberían mejorar a medida que aumentan los ingresos por exportaciones.

Los costos de los *shocks* de la cuenta de capital y los términos de intercambio que los países en desarrollo enfrentaron en el pasado los llevaron a fortalecer las políticas anticíclicas. La crisis asiática parece haber sido el punto de inflexión. El objetivo de las acciones de política ha sido la reducción de la volatilidad de la cuenta de capital y sus efectos macroeconómicos. Aunque la tendencia a largo plazo de las regulaciones de la cuenta de capital sigue avanzando hacia la liberalización, varios países introdujeron alguna forma de regulación durante el auge reciente de la cuenta de capital. Hubo avances tempranos en esta dirección en Argentina, Colombia y Tailandia. También se vienen utilizando de manera creciente otras políticas anticíclicas, incluyendo una regulación prudencial más sólida (instrumentos específicos para mitigar los descalces de moneda), la promoción de los mercados de bonos en moneda nacional, una administración activa de los pasivos externos y la decisión (en algunos países) de adoptar políticas fiscales anticíclicas. Sin embargo, la más importante fue la acumulación de grandes cuantías de reservas internacionales durante el auge reciente.

Los motivos “mercantilistas” de esta acumulación, que fueron subrayados por la literatura del “Segundo Bretton Woods”, pueden ser parte de la explicación, así como la ausencia de mecanismos de coordinación apropiados para las políticas cambiarias en economías impulsadas por las exportaciones, que generan incentivos para que cada una de ellas subvalúe su tipo de cambio. No obstante, la literatura reciente está definitivamente a favor del “autoaseguramiento” como razón principal de la acumulación de reservas internacionales (véanse, por ejemplo, Aizenman y Lee, 2007; Ocampo, Kregel y Griffith-Jones, 2007: capítulo IV; Wyplosz, 2007).

Además, esta literatura señala que la razón principal para el autoaseguramiento contra las crisis financieras va más allá de la regla de Guidotti (también conocida como la regla de Greenspan-Guidotti-Fisher) que sostiene que los países deberían mantener una cantidad de reservas internacionales equivalente, como mínimo, a los pasivos externos de corto plazo. En realidad, la evidencia indica que los riesgos generados por la liberalización de la cuenta de capital son mucho más grandes que los riesgos vinculados con los pasivos de corto plazo: la administración del ciclo de mediano plazo del financiamiento externo que enfrentan los países en desarrollo es un desafío de igual o mayor envergadura. Esto significa que debería haber una demanda preventiva de reservas internacionales que sea proporcional a los pasivos externos *totales*, y que dicha proporción debería ser mayor cuanto más abierta sea la cuenta de capital. La evidencia disponible es consistente con esta visión. Pero, además, el reciente auge de los mercados de productos básicos y, en términos más generales, de los ingresos por exportaciones, llevó a los países en desarrollo a ahorrar una porción de los ingresos por exportaciones adicionales. Dado que el mundo en desarrollo experimentó un desempeño excepcional en sus exportaciones en los últimos años, estas políticas anticíclicas fueron una respuesta apropiada.

Si bien esta práctica ha sido más intensa en Asia del Este y los países del Golfo, también se ha diseminado por todo el mundo en desarrollo. En la mayoría de las regiones, la cuenta de capital ha sido la fuente principal de acumulación de reservas. De hecho, podemos diferenciar en tal sentido tres tipos de países en desarrollo. El primer grupo incluye a países con déficit de cuenta corriente, cuya única fuente de acumulación de reservas son las entradas de capitales. Es el grupo más grande e incluye a regiones enteras (Europa Central y del Este), importantes economías en desarrollo como India, Turquía, Brasil (hacia el final del auge) y también a muchos países más pequeños. El segundo grupo abarca a

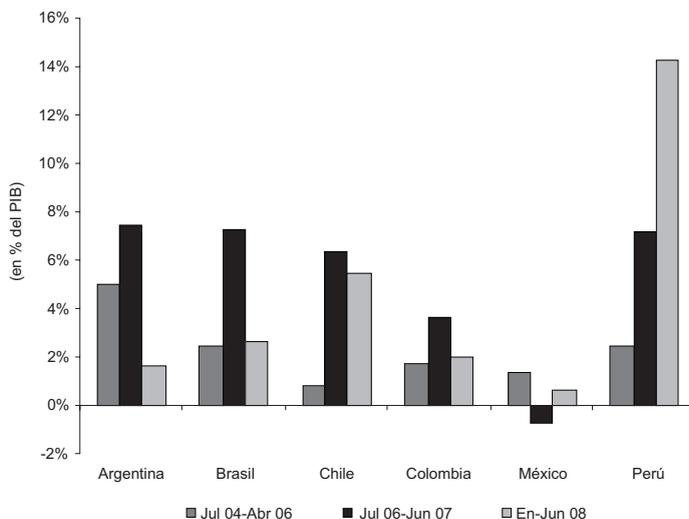
países que combinan superávit de la cuenta corriente y la cuenta de capital; el ejemplo más importante es China. El tercer grupo incluye básicamente a los exportadores de energía, con sólidos superávits de cuenta corriente, que son exportadores netos de capital.

La experiencia de los seis países grandes y medianos de América Latina (los siete más grandes excluyendo a Venezuela, que está dentro de la categoría de exportadores netos de capitales) confirma estas observaciones. Sobre la base de un trabajo anterior (Ocampo, 2007), podemos diferenciar tres episodios de “exuberancia” de los flujos de capital durante el reciente auge. El primero, y más débil, comienza a mediados de 2004, cuando las primas de riesgo empezaron a caer de manera consistente a niveles similares a los anteriores a la crisis asiática, y se extiende hasta abril de 2006, cuando los mercados emergentes se vieron afectados por turbulencias originadas en Shangai. Durante este episodio, los flujos netos de capitales empezaron a mostrar una tendencia alcista, pero el superávit de cuenta corriente también fue una fuente importante de acumulación de reservas.

El segundo episodio de exuberancia va de mediados de 2006 a mediados de 2007, cuando los mercados globales fueron sacudidos por la crisis de las hipotecas de baja calidad de Estados Unidos. Durante este período, los flujos netos de capitales se convirtieron en una verdadera inundación, particularmente durante el primer semestre de 2007, cuando dominaron la acumulación de reservas. Después de una interrupción durante el tercer trimestre de 2007, volvieron a ser cuantiosos en el último trimestre de ese año, alentados por los crecientes diferenciales de tasa de interés generados por las políticas adoptadas por EE.UU. para enfrentar su propia crisis financiera y los riesgos de una recesión. Entonces, los flujos netos de capitales se transformaron en la única fuente de acumulación de reservas cuando la cuenta corriente agregada de los seis países se tornó negativa (en realidad, en cuatro de ellos).

Tal como indica el Gráfico 3, la acumulación de reservas fue masiva en todos los países, con excepción de México. Los períodos de rápida acumulación coinciden en todos los casos con los auges de la cuenta de capital, en especial durante la segunda y la tercera fase de exuberancia. En el caso de Chile, la acumulación se produjo en los fondos de estabilización durante la segunda fase, y tanto en el banco central como en los fondos de estabilización durante la tercera. Argentina fue el caso más importante de acumulación de reservas durante la primera fase, aunque

Gráfico 3 / América Latina: acumulación de reservas como % del PIB



Fuente: Estimaciones del autor con base en las Estadísticas Financieras Internacionales del FMI. En el caso de Chile, se incluyen las transferencias a los fondos de estabilización según los datos del Ministerio de Hacienda de dicho país.

debido más a un fuerte superávit en cuenta corriente y, por el contrario, fue uno de los que acumuló menos reservas durante la tercera, ya que el país comenzó a experimentar más bien una tendencia a la salida de capitales privados.

Esta respuesta de política de los países en desarrollo plantea, por supuesto, preguntas interesantes. Desde el punto de vista de los países individuales, el más importante es que la liberalización de la cuenta de capital obliga a los países en desarrollo a absorber las entradas netas de capitales en forma de reservas adicionales en divisas, es decir, a profundizar ambos lados de los balances nacionales con el exterior. Esto es costoso y, de algún modo, destruye la lógica de la liberalización de la cuenta de capital en primer lugar porque no hay transferencia de recursos al país ni tampoco hay ventajas en términos de la diversificación del riesgo, ya que los países sienten, después de todo, que necesitan “autoasegurarse” contra la posibilidad de una interrupción súbita del financiamiento externo.

A nivel internacional, sin embargo, la acumulación de reservas genera efectos de “falacia de composición” que alimentan los desequilibrios de pagos globales (Ocampo, 2007/8). De hecho, si un gran número de países en desarrollo sigue este camino, generará un superávit de cuenta corriente y una demanda adicional de activos líquidos que tendrán efectos contractivos en la economía mundial a

menos que estas acciones sean contrarrestadas por un déficit de cuenta corriente y una oferta de esos activos líquidos por parte de los países industrializados. Estados Unidos desempeñó estos papeles durante el auge reciente. Por lo tanto, la inestabilidad del sistema global de reservas está vinculada no sólo con la dinámica particular que crea en el país que brinda la principal moneda de reserva, sino también con un comportamiento fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y las altas demandas de “autoaseguramiento” que genera.

Por lo tanto, el autoaseguramiento es una forma costosa de protección para los países individuales y una fuente de inestabilidad para la economía global. Sin embargo, el problema no puede resolverse simplemente pidiéndole a los países en desarrollo que revalúen sus monedas para corregir los excedentes de sus balanzas de pagos. La experiencia pasada indica que ésta es una receta para crisis futuras. Es necesario resolver primero las fuentes de la demanda de “autoaseguramiento”, es decir el comportamiento excesivamente procíclico de los flujos de capital hacia el mundo en desarrollo y la falta de una oferta adecuada de seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. En este sentido, este problema tiene muchas similitudes con la inestabilidad que enfrentaron los sistemas bancarios nacionales en el pasado ante la ausencia de prestamistas nacionales de última instancia, lo que llevó a que los bancos centrales asumieran dicha función (Ocampo, 2002).

III. Conclusiones e implicaciones de política

Una implicación importante de este ensayo es que las dos dimensiones de la crisis global descritas aquí sólo pueden resolverse con soluciones globales.

Esto incluye, en primer término, reformas que reconozcan las implicaciones regulatorias de los vínculos entre la estabilidad macroeconómica y financiera. Esto indica que la regulación prudencial debe abandonar la noción de que la estabilidad de un sistema financiero es simplemente el resultado de la solidez de las instituciones financieras individuales. Requiere complementar el enfoque microeconómico tradicional de la regulación y supervisión prudencial con una perspectiva macro-prudencial, en especial introduciendo características anticíclicas explícitas en dicha regulación y supervisión, que compensen la tendencia de los mercados financieros a comportarse de manera procíclica. Implica, además, que debería

instarse a las entidades financieras a adoptar prácticas de administración del riesgo que sigan de cerca su evolución lo largo de todo el ciclo económico y que no sean excesivamente sensibles a las variaciones de corto plazo de los precios de los activos.

En segundo lugar, también se deben corregir las causas del “autoaseguramiento” masivo de los países en desarrollo. Tal como analizamos, los determinantes básicos de esta práctica son el patrón fuertemente procíclico de los flujos de capital hacia los países en desarrollo y la limitada capacidad de maniobra para adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que genera dicho comportamiento. El “autoaseguramiento” masivo, en la forma de acumulación de reservas internacionales, ha sido, por consiguiente, una respuesta racional de los países a un sistema que carece de un buen seguro colectivo contra las crisis de la balanza de pagos. Sin embargo, esta respuesta racional a una deficiencia importante de la arquitectura financiera internacional generó efectos de “falacia de composición” que empeoraron aún más los desequilibrios de pagos globales. Un resultado similar fue generado por la decisión, también racional, de los países en desarrollo exportadores de productos básicos de acumular reservas internacionales para absorber parte de las mejoras cíclicas en sus términos de intercambio y, en general, de sus crecientes ingresos por exportaciones.

Por lo tanto, hace falta un nuevo sistema que abra el “espacio de política” para que los países en desarrollo puedan adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas que requerirían una combinación de mecanismos que reduzcan el comportamiento procíclico de los flujos de capital y el diseño de mejores instrumentos globales para administrar las crisis financieras en el mundo en desarrollo. Por último, la gran demanda de reservas internacionales como “autoaseguramiento” tiene importantes dimensiones distributivas de carácter global, ya que genera una transferencia de recursos de las economías en desarrollo hacia los países que proveen las monedas de reserva –un fenómeno que se conoce como “ayuda inversa” (*reverse aid* –véase el informe de Zedillo publicado por Naciones Unidas, 2001). En síntesis, las reformas son esenciales para corregir esta grave inequidad del actual sistema global de reservas.

Referencias

Aizenman, J. y J. Lee (2007), "International Reserves: Mercantilist vs. Precautionary View, Theory and Evidence", *Open Economies Review* 18, 2 (abril), pp. 191-214.

Banco de Pagos Internacionales (BPI) (2008), *Informe Anual*, Basilea.

Borio, C., C. Furfine y P. Lowe (2001), "Procyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options". En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, Documento N° 1 (marzo) del BPI.

Calvo, G. y E. Talvi (2008), "Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse: A View from the Latin American Frontlines", en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Dodd, R. (2008), "The Consequences of Liberalizing Derivative Markets", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Account Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Dooley, M. P., D. Folkerts-Landau y P. Garber (2003), "An Essay on the Revived Bretton Woods System", Documento de Trabajo N° 9971, NBER, Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Eatwell, J. y L. Taylor (2000), *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*. Nueva York: The New Press.

Frenkel, R. (2008), "From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps", en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Geithner, T. (2004), "Changes in the Structure of the U.S. Financial System and Implications for Systemic Risk", Comentarios previos a la Conferencia sobre Crisis Financieras Sistemáticas en el Banco de la Reserva Federal de Chicago, Illinois, (1° de octubre).

Goodhart, C. y A. Persaud (2008), “A party pooper’s guide to financial stability”, *Financial Times*, 4 de junio.

Greenspan, A. (1996), “The Challenge of the Central Banking System in a Democratic Society”, Discurso pronunciado en la Cena Anual y Conferencia Francis Boyer del American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC. <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>.

Kaminsky, G. L., C. M. Reinhart y C. A. Végh (2004), “When It Rains, It Pours: Procyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, Documento de Trabajo N° 10780, NBER Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research (septiembre).

Kindleberger, C. P. (1978), *Maniacs, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. Nueva York, NY: John Wiley and Sons, Inc.

Knight, M. (2004), “Markets and Institutions: Managing the Evolving Financial Risk”, Discurso pronunciado en el coloquio del XXV Foro Europeo de Dinero y Finanzas (SUERF), Madrid (14 de octubre).

Marfán, M. (2005), “La eficacia de la política fiscal y los déficit privados: Un enfoque macroeconómico”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Más allá de las reformas: Dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá: Alfaomega y CEPAL, Capítulo 6.

Minsky, H. P. (1982), “The Financial Instability Hypothesis: A Restatement”, en *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, Nueva York: M.E. Sharpe, capítulo. 5, pp. 90-116.

Naciones Unidas (2001), *Report of the High-level Panel on Financing for Development* (Reporte Zedillo), disponible en www.un.org/reports/financing.

Ocampo, J. A. (2002), “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell y Lance Taylor (eds.), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 41-73.

Ocampo, J. A. (2003), “Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”, en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.),

From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Economies, Basings-toke, Reino Unido: Palgrave Macmillan, para UNU-WIDER, pp. 217-244.

Ocampo, J. A. (2007), “La macroeconomía de la bonanza económica latinoamericana”, *Revista de la CEPAL*, N° 93, diciembre.

Ocampo, J. A. (2007/8), “The Instability and Inequities of the Global Reserve System”, *International Journal of Political Economy*, Vol. 36, N° 4, invierno.

Ocampo, J. A. (2008), “A Broad View of Macroeconomic Stability”, en Narcis Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., J. Kregel y S. Griffith-Jones (2007), *International Finance and Development*. Londres: Zed Books, en asociación con las Naciones Unidas.

Ocampo, J. A. y J. G. Palma (2008), “Dealing with Volatile External Finances at Source: the Role of Preventive Capital Account Regulations”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Account Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Ocampo, J. A., C. Rada y L. Taylor (2009), *Developing Country Policy and Growth: A Structuralist Approach*. Nueva York: Columbia University Press.

Persaud, A. (2000), *Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*. Londres: State Street Bank.

Prasad, E. S., K. Rogoff, S.-J. Wei y M. A. Rose (2003), “Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence”, FMI, Documento Ocasional 220.

Schiller, R. J. (2000), *Irrational Exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Stiglitz, J. E., J. A. Ocampo, S. Spiegel, R. Ffrench-Davis y D. Nayyar (2006), *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Nueva York: Oxford University Press.

Triffin, R. (1961), *Gold and the Dollar Crisis* (edición revisada). New Haven: Yale University Press.

White, W. R. (2005), "Procyclicality in the Financial System: Do We Need a New Macrofinancial Stabilization Framework?", *Kiel Economic Policy Papers*. Kiel: Kiel Institute for Economic Policy (septiembre).

Wyplosz, C. (2007), "The Foreign Exchange Reserves: Business as Usual?" Documento preparado para el Taller sobre Deuda, Finanzas y Problemas Emergentes en la Integración Financiera, Departamento de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas y Secretaría del Commonwealth, Londres (marzo 6-7).