

Una Visión Amplia de la Estabilidad Macroeconómica

José Antonio Ocampo*

Sub-Secretario-General de las Naciones Unidas
para Asuntos Económicos y Sociales.

Resumen

Este trabajo hace un llamado a adoptar un concepto amplio de estabilidad macroeconómica, en el que los marcos macroeconómicos “sólidos” incluyen no sólo estabilidad de precios y políticas fiscales sanas, sino también una economía real que funciona adecuadamente, relaciones de endeudamiento sostenibles y hojas de balance públicas y privadas saludables. Las múltiples dimensiones implican el uso de múltiples instrumentos de política. El trabajo elabora un marco de políticas para países en desarrollo, que consiste en un uso activo de políticas macroeconómicas contracíclicas (de tipo de cambio, monetarias y fiscales), junto con técnicas de manejo de capitales (regulaciones de la cuenta de capitales y reglas prudenciales que incorporen dimensiones macroeconómicas). También explora el rol de las instituciones financieras internacionales en facilitar a los países en desarrollo el uso de políticas macroeconómicas contra-cíclicas.

Abstract

This paper recommends a broad concept of macroeconomic stability, whereby “sound macroeconomic frameworks” include not only price stability and sound fiscal policies, but also a well-functioning real economy, sustainable debt ratios and healthy public and private sector balance sheets. These multiple dimensions imply using multiple policy instruments. The paper elaborates a framework for developing countries that involves active use of countercyclical macroeconomic policies (exchange rate, monetary and fiscal), together with capital management techniques (capital account regulations and prudential rules incorporating macroeconomic dimensions). It also explores the role of international financial institutions in facilitating developing countries’ use of countercyclical macroeconomic policies.

* Publicado como: DESA Working Paper No. 1, Octubre 2005 www.un.org/esa/desa/papers/2005. Esta es una versión revisada del trabajo presentado previamente en el Seminario “Desde el Consenso de Washington Hacia una Nueva Gobernanza Global” en el Foro Universal para las Culturas, Barcelona, 24-25 de Septiembre de 2004. Agradezco a los participantes del Foro y a Stephany Griffith-Jones, Maria Angela Parra, Lance Taylor y Camilo Tovar por sus comentarios sobre la versión anterior del trabajo.

El concepto de estabilidad macroeconómica experimentó importantes cambios en el discurso económico en las dos últimas décadas. En el período de posguerra, dominado por el pensamiento keynesiano, estabilidad macroeconómica significaba básicamente una mezcla de equilibrio interno y externo, que a su vez implicaba, en el primer caso, pleno empleo y crecimiento económico estable, acompañado de baja inflación. Con el paso del tiempo, el equilibrio fiscal y la estabilidad de precios pasaron al primer plano, suplantando el énfasis keynesiano en la actividad económica *real*. Este cambio de política llevó a la minimización e incluso, en las visiones más radicales, a la supresión del rol contra-cíclico de la política macroeconómica. Aunque este cambio reconoció que la alta inflación y los déficit fiscales insostenibles tienen costos, y que la “sintonía fina” de las políticas macroeconómicas para suavizar el ciclo tiene límites, también llevó a una subestimación tanto de los costos de la inestabilidad macroeconómica *real*, como de la efectividad del manejo keynesiano de la demanda agregada.

Este cambio fue particularmente marcado en el mundo en desarrollo, donde la liberalización financiera interna y de la cuenta de capitales expusieron a los países a los vaivenes altamente pro-cíclicos que caracterizan a los activos que son percibidos como riesgosos por los mercados financieros y que, por ende, están sujetos a cambios bruscos en el “apetito por riesgo”. En palabras de Stiglitz (2002), tal liberalización reemplazó los estabilizadores automáticos keynesianos por *desestabilizadores automáticos*. De esta manera, en contra de la visión de que los mercados financieros jugarían un rol disciplinario, la dependencia de los vaivenes financieros fomentó de hecho la adopción de políticas monetarias y fiscales pro-cíclicas. Éstas aumentaron la inestabilidad macroeconómica *real* y la acumulación de hojas de balance riesgosas durante períodos de euforia financiera que llevaron, en muchos casos, a crisis financieras de gran magnitud.

Existe ahora evidencia abrumadora de que mercados financieros pro-cíclicos y políticas macroeconómicas pro-cíclicas no han fomentado el crecimiento y, por el contrario, han aumentado la volatilidad del creci-

miento en los países en desarrollo que se han integrado en mayor medida a los mercados financieros internacionales (Prasad, *et al.*, 2003). Esto ha generado un renovado interés, aunque aún insuficiente, en el papel que las políticas macroeconómicas contra-cíclicas pueden jugar en suavizar –esto es, en reducir la intensidad de– los ciclos económicos en el mundo en desarrollo. Al mismo tiempo, desde la crisis asiática, se ha reconocido cada vez más que las cuentas de capitales y los mercados financieros liberalizados tienden a generar hojas de balance excesivamente riesgosas en el sector privado, y que una excesiva dependencia del financiamiento externo de corto plazo aumenta el riesgo de crisis cambiarias. La adopción de políticas macroeconómicas y financieras preventivas (prudenciales), que buscan evitar la acumulación de deudas y hojas de balance insostenibles, públicas y privadas, durante períodos de euforia financiera, se ha vuelto así parte de la receta estándar desde la crisis asiática. Esto sólo representa, sin embargo, un retorno parcial a un marco macroeconómico contra-cíclico, pues no ha emergido aún ningún consenso similar sobre el papel que las políticas expansivas pueden jugar para facilitar la recuperación de la actividad productiva durante las crisis.

De esta manera, el menú de políticas macroeconómicas se ha ampliado en los últimos años. Sin embargo, sólo hemos recorrido parte del camino hacia el completo reconocimiento de que la estabilidad macroeconómica envuelve múltiples dimensiones, incluyendo no sólo estabilidad de precios y políticas fiscales sólidas, sino también una actividad económica *real* que funcione adecuadamente, relaciones de endeudamiento sostenibles, y hojas de balance del sector privado financiero y no financiero nacional saludables. Una economía *real* que funcione bien requiere, a su vez, ciclos más suaves, moderadas tasas de interés de largo plazo y tipos de cambio competitivos, todos los cuales pueden ser considerados metas intermedias del objetivo keynesiano final: pleno empleo. Tal visión amplia de estabilidad macroeconómica debería reconocer, en cualquier caso, que no hay una correlación simple entre sus varias dimensiones y, por ende, que múltiples objetivos, y la existencia de significativas

disyuntivas de política, son intrínsecos al diseño de marcos macroeconómicos “sólidos”.

Esta visión debería llevar al reconocimiento del papel que juegan dos conjuntos de paquetes de política, cuya importancia relativa varía dependiendo de las características estructurales, la tradición de política macroeconómica y la capacidad institucional de cada país. El primero consiste en una mezcla de políticas monetarias y fiscales contra-cíclicas, con regímenes cambiarios apropiados (y, como argumentaremos, generalmente intermedios). El segundo incluye un conjunto de técnicas de manejo de capitales, diseñadas para reducir la acumulación insostenible de riesgos de los sectores privado y público, frente al acceso pro-cíclico a los mercados internacionales de capitales.

Para fomentar el crecimiento económico, tales intervenciones a través del ciclo deberían favorecer sistemas fiscales sólidos que provean recursos necesarios para que el sector público pueda hacer su trabajo, un tipo de cambio competitivo y tasas de interés reales de largo plazo moderadas. Estas condiciones, junto con mercados financieros profundos que provean financiamiento a la inversión en moneda nacional y a precios apropiados, con vencimientos suficientemente largos, son la mejor contribución que la macroeconomía puede hacer al crecimiento.

Este trabajo hace un llamado a adoptar una visión amplia de estabilidad macroeconómica y políticas macroeconómicas activas y contra-cíclicas, apoyadas por el uso igualmente activo de técnicas de manejo de capitales. Está dividido en cuatro secciones. La primera sección identifica algunos “hecho estilizados” sobre la inestabilidad macroeconómica y financiera en los países en desarrollo. Las dos secciones posteriores analizan los paquetes de política antes mencionados. La última hecha un breve vistazo a las implicaciones de este marco para la cooperación internacional.

Algunos hechos estilizados

Las características y los costos de la volatilidad de la cuenta de capitales

Las fluctuaciones del comercio –incluyendo las de

los términos del intercambio– siguen jugando un rol importante en la determinación de los ciclos económicos en los países en desarrollo, particularmente en economías dependientes de exportaciones de materias primas. Factores internos, incluyendo variables políticas y climáticas, también continúan desempeñando un papel. No obstante, el rasgo distintivo de los ciclos económicos de los países en desarrollo desde los años 70s ha sido el rol dominante que han tenido las fluctuaciones de la cuenta de *capitales*, particularmente en aquellas economías con acceso a los mercados internacionales de capitales privados (las llamadas economías “emergentes”).

Estas nuevas fuentes de vulnerabilidad están asociadas con los efectos flujo y riqueza generados por las fluctuaciones de la cuenta de *capitales* sobre el comportamiento de los agentes financieros y no financieros nacionales. Más que las rigideces de precios y salarios resaltadas por los modelos macroeconómicos tradicionales, las variables financieras –como los ciclos de la cuenta de capitales, sus multiplicadores financieros nacionales y su reflejo en los precios de los activos– se han vuelto los determinantes principales de la volatilidad del crecimiento (Easterly, *et al.*, 2001). Además, mientras algunos de los efectos de la inestabilidad financiera se transmiten a través de las cuentas del sector público (como lo señalaban los modelos de crisis de primera generación), el rasgo dominante de la “nueva generación” de ciclos económicos en los países en desarrollo es la marcada fluctuación en el gasto y las hojas de balance *privados*. Una implicación importante de esto es que las crisis financieras “gemelas” externas e internas se han vuelto más frecuentes desde el colapso de los arreglos sobre tipos de cambio de Bretton Woods a comienzos de los 70s (FMI, 1998; Bordo, *et al.*, 2001).

Los ciclos de auge y caída de la cuenta de capitales en los países en desarrollo están caracterizados por fenómenos gemelos de volatilidad y contagio. El primero está asociado con cambios significativos en la evaluación del riesgo de lo que los agentes internacionales consideran activos riesgosos, que involucra la alternancia de períodos de “apetito por el riesgo” (o, más apropiadamente, subestimación de riesgos) con

aquellos en los cuales hay una “huída hacia la calidad” (aversión al riesgo). El segundo implica que, debido a los costos y asimetrías en la información, los países en desarrollo (o grupos de ellos) están agrupados en categorías de riesgo que los agentes del mercado perciben como fuertemente correlacionadas. Más allá de cualquier criterio objetivo que pueda subyacer a tales visiones, esta práctica torna tales correlaciones en profecías auto-cumplidas. Los países son entonces conducidos en la misma dirección por el comportamiento de manada de los inversionistas, generando tanto contagio de optimismo como contagio de pesimismo en distintas fases del ciclo financiero. Además, los esquemas de manejo del riesgo sensibles al mercado, así como también otras prácticas típicas de los mercados financieros (como el referenciamiento competitivo o *benchmarking*, y la evaluación de los administradores en relación con sus competidores) tienden a acentuar este comportamiento de manada (Persaud, 2000).

Como resultado de estos factores, los países en desarrollo fueron atraídos en bloque al auge financiero internacional que comenzó a inicios de los 90s (Calvo, et al., 1993), pero también han estado sujetos a sucesivas “interrupciones súbitas” (*sudden stops*) en el financiamiento externo desde la crisis Asiática (Calvo y Talvi, 2004), en ambos casos con cierta independencia de los factores macroeconómicos “fundamentales” de cada economía. A su vez, las evaluaciones de los mercados financieros mismos están sujetas a patrones pro-cíclicos –como lo refleja, por ejemplo, el comportamiento pro-cíclico de las calificaciones de riesgo (Reisen, 2003). También están sujetas a juicios inconsistentes a través del tiempo, que pueden llevar a que algunas historias “de éxito” sean reclasificadas súbitamente como parias financieras (v. gr. Argentina) y a su vez parias sean reclasificados como “aptos para inversión” (v. gr. Rusia). Cabe recalcar que, debido al comportamiento de manada, los países que son vistos como historias “de éxito” por los mercados son casi inevitablemente llevados al auge, induciendo importantes déficit privados (French-Davis, 2001; Marfán, 2005) que pueden insertarlos en la dinámica endógena inestable que ha sido analizada por Minsky (1982) y Taylor (1998), entre otros.

La volatilidad se refleja en el patrón pro-cíclico de los diferenciales de tasas de interés (que se reducen durante los auges y se amplían durante las crisis), pero también en las variaciones de la disponibilidad de financiamiento (la presencia o ausencia de racionamiento de crédito) y en los vencimientos (una reducida disponibilidad de financiamiento de largo plazo durante las crisis, o el uso de opciones que tienen un efecto similar). La retroalimentación entre el incremento en los diferenciales de tasas (primas de riesgo país), acumulación de deuda y expectativas macroeconómicas de corto plazo durante las crisis puede ser altamente desestabilizadora, particularmente en presencia de altas razones deuda/exportaciones (Frenkel, 2005). Diferentes tipos de flujos de capitales están sujetos a diferentes patrones de volatilidad. En particular, la mayor volatilidad de los capitales de corto plazo indica que la dependencia de ese tipo de financiamiento es altamente riesgosa (Rodrik y Velasco, 2000), mientras la menor volatilidad de la IED, en comparación con todos los tipos de flujos financieros, es considerada una fuente de fortaleza.

Los ciclos de la cuenta de capitales involucran movimientos de corto plazo, tales como movimientos muy intensos de las primas de riesgo o períodos cortos de sequía total en la disponibilidad de financiamiento. Estos fenómenos fueron observados durante la crisis asiática y, sobre todo, rusa. Quizás más importante, sin embargo, involucran fluctuaciones de *mediano plazo*, como indica la experiencia de las tres últimas décadas. De hecho, durante estas décadas, el mundo en desarrollo ha experimentado dos ciclos de mediano plazo que dejaron fuertes huellas en las tasas de crecimiento de muchos países: un auge de financiamiento externo (principalmente de préstamos bancarios sindicados) en los 70s, seguido de una crisis de deuda en gran parte del mundo en desarrollo en los 80s; y un nuevo auge en los 90s (en ese entonces mayormente flujos de cartera), seguido de una brusca reducción en los flujos netos desde la crisis asiática. En los últimos años (desde 2003) hemos iniciado un nuevo ciclo.

Hay evidencia general de que un financiamiento abundante al sector privado alienta, y ciertamente

recompensa, políticas macroeconómicas pro-cíclicas durante los auges. Por otro lado, durante las crisis se espera que el comportamiento de las autoridades genere “credibilidad” para los mercados financieros, lo que significa que son juzgadas de acuerdo a su capacidad para adoptar políticas de austeridad, que son igualmente pro-cíclicas. Esto genera, a su vez, presiones económicas y de economía política para adoptar políticas pro-cíclicas también durante los auges. Los agentes financieros y no financieros resisten entonces las restricciones que las autoridades pueden imponer a su capacidad para prestar o gastar, mientras que las autoridades se sienten satisfechas de contar con algún espacio para respirar, luego de un período de austeridad. De esta manera, y en contra de la noción de que los mercados financieros tendrían un efecto disciplinario, el financiamiento externo inestable ha distorsionado, en un sentido fuerte, los incentivos que los *agentes económicos* y *las autoridades* enfrentan a lo largo del ciclo económico, induciendo un comportamiento pro-cíclico, tanto de los agentes económicos como de las políticas macroeconómicas.

Los costos de la volatilidad financiera en términos de crecimiento económico son altos. La volatilidad conlleva una alta tasa promedio de sub-utilización de la capacidad productiva, lo que reduce la productividad del capital. A su vez, la incertidumbre asociada con la variabilidad de las tasas de crecimiento tiene efectos adversos sobre la acumulación de capital (Loayza, *et al.*, 2003). Más importante aún, las recesiones generan pérdidas significativas de recursos que, en presencia de retornos crecientes, pueden tener efectos acumulativos (Easterly, 2001, capítulo 10). En el mejor de los casos, esto se reflejará en una caída del PIB de una sola vez (como en la experiencia de Corea durante la crisis asiática); en el peor de los casos, llevará a un desplazamiento en la *trayectoria* de crecimiento de largo plazo (como en la mayoría de los países latinoamericanos en los 80s, o Indonesia durante la crisis asiática).

Las asimetrías financieras y macroeconómicas subyacentes

La dinámica de los ciclos de auge y crisis está pro-

fundamente enraizada en el funcionamiento de los mercados financieros, pero también en algunas asimetrías básicas de la economía mundial, que son en gran medida (aunque no exclusivamente) de carácter centro-periferia (Ocampo, 2003; Ocampo y Martín, 2003). En el área financiera, estas asimetrías están reflejadas en tres hechos básicos: (a) la incapacidad de la mayoría de los países para emitir pasivos en sus propias monedas, un fenómeno que se ha venido a denominar “pecado original” (Eichengreen, *et al.*, 2003; Hausman y Panizza, 2003); (b) la diferencia en el grado de desarrollo financiero y del mercado de capitales, que conduce a una sub-oferta de instrumentos financieros de largo plazo; y (c) el pequeño tamaño de los mercados financieros nacionales de los países en vías de desarrollo en relación con la magnitud de las presiones especulativas que enfrentan (Council on Foreign Relations, 2000). Tomando los primeros dos fenómenos en conjunto, esto implica que en el mundo en desarrollo los mercados financieros nacionales son significativamente más “incompletos” que aquellos de los países industrializados, y que, por lo tanto, alguna intermediación financiera debe ser realizada necesariamente a través de los mercados internacionales. Como resultado de esto, los países en desarrollo enfrentan mezclas variables de descalces de monedas y vencimientos en las hojas de balance de sus agentes económicos. También implica que la integración en los mercados financieros internacionales es una integración entre socios desiguales (CEPAL, 2000).

Las asimetrías financieras se reflejan, a su vez, en asimetrías macroeconómicas, particularmente en la capacidad de llevar a cabo políticas macroeconómicas contra-cíclicas. Los países industrializados, cuyas monedas son las monedas internacionales, tienen mayores grados de libertad para llevar a cabo políticas macroeconómicas contra-cíclicas y para inducir una respuesta estabilizadora de los mercados. En contraste, como hemos visto, los países en desarrollo tienen grados de libertad más limitados para hacerlo, y enfrentan presiones pro-cíclicas de los mercados financieros (Kaminsky, *et al.*, 2004). En este sentido, los países en desarrollo son “*tomadores* del ciclo económico” y “*tomadores* de política” y no “*hacedores*”, como acontece con

los países industrializados (Ocampo, 2002).

Los riesgos asociados con la inestabilidad financiera pueden ser corregidos en parte a través de políticas económicas nacionales. De hecho, este ensayo aborda diversas maneras de reducir tales vulnerabilidades. Sin embargo, estas acciones no están exentas de costos debido a que el “auto-aseguramiento” es en sí mismo costoso. Además, algunas de las acciones de política que las economías emergentes pueden adoptar para manejar los riesgos meramente desplazan los riesgos a otros agentes, en vez de corregirlos. Por ejemplo, los mayores flujos de capitales de corto plazo pueden ser compensados por una acumulación simultánea de reservas internacionales, pero esta ruta implica una pérdida, equivalente al diferencial de tasas de interés pasivas y activas, sobre las reservas acumuladas. Así mismo, los riesgos que enfrenta el sector financiero nacional pueden ser compensados a través de regulaciones prudenciales de las actividades financieras que sean más estrictas que los estándares internacionales (Basilea), pero esto incrementa el costo de la intermediación financiera y puede restringir el desarrollo de nuevos servicios financieros. La adopción de un régimen de caja de conversión o de dolarización/ euro-ización puede reducir o eliminar los riesgos cambiarios, pero también puede tornar más volátil la actividad económica, dadas las restricciones que dichos regímenes implican para la puesta en marcha de políticas contra-cíclicas. Hay, entonces, un sentido muy profundo en el cual las asimetrías financieras y macroeconómicas que afectan a los países en desarrollo son ineludibles. En este contexto, la búsqueda de atajos y “soluciones mágicas” no elimina las difíciles disyuntivas que tales asimetrías implican, y puede incluso aumentar los costos de ignorar el concepto amplio de estabilidad macroeconómica.

Política macroeconómica contra-cíclica

El régimen cambiario y el alcance de la autonomía monetaria

Los instrumentos tradicionales de manejo de las

balanzas comercial y de pagos utilizados por los países en desarrollo durante la mayor parte del período de posguerra fueron severamente criticados en épocas recientes como una fuente de ineficiencia y búsqueda de rentas y fueron, por lo tanto, debilitados o completamente desmantelados. Estas críticas ignoraron totalmente el papel contra-cíclico que dichos instrumentos jugaban en economías donde los ciclos económicos son en gran medida de origen externo. En efecto, la protección y los subsidios a las exportaciones se usaron en el pasado para fomentar la reestructuración del comercio durante períodos de choques externos adversos, mientras la liberalización comercial y la reducción de los subsidios a las exportaciones fueron utilizados para reducir los efectos expansivos de los auges en las exportaciones. Los controles de capitales y tipos de cambio duales también fueron utilizados para manejar vaivenes pro-cíclicos en los flujos de capitales. De esta manera, la liberalización de la cuenta corriente y de capitales eliminó instrumentos que habían sido usados ampliamente en el pasado para manejar ciclos económicos de origen externo.

Esto dejó al tipo de cambio como el principal y, en muchos casos, el único instrumento de manejo de la balanza de pagos. El tipo de cambio puede jugar un rol contra-cíclico, fomentando la reestructuración del comercio a lo largo del ciclo –promoviendo las exportaciones y la sustitución eficiente de importaciones durante períodos de escasez de divisas, y lo opuesto durante períodos de abundancia. Sin embargo, como indica la literatura sobre los efectos contraccionistas de una devaluación (efectos expansivos de una apreciación), los efectos de las fluctuaciones del tipo de cambio sobre la demanda agregada pueden ser pro-cíclicos, al menos en el corto plazo (Díaz-Alejandro, 1988, capítulo 1; Krugman y Taylor, 1978).

Además, las fluctuaciones del tipo de cambio real tienen costos si los sectores productores de bienes transables enfrentan procesos aprendizaje y otras economías de escala dinámicas. En particular, las presiones a la apreciación durante períodos de abundancia de divisas (un aumento de los precios de las materias primas o mayores flujos de capitales) pueden tener

efectos de des-industrialización de largo plazo, como se indica en la literatura sobre la “enfermedad holandesa” (Krugman, 1990, capítulo 7; van Wijnbergen, 1984). La inestabilidad del tipo de cambio real tiene también costos importantes si la entrada a los sectores transables tiene costos fijos (inversiones de capital fijo o costos fijos de generar una clientela en los mercados externos). En términos más amplios, en las economías abiertas en desarrollo, el tipo de cambio real es uno de los determinantes fundamentales de la inversión, el crecimiento y el empleo (Frenkel, 2004).

En cualquier caso, en un mundo caracterizado por la volatilidad de la cuenta de capitales, los efectos del comercio son eclipsados por los efectos riqueza que tienen las fluctuaciones del tipo de cambio en economías con descalces de monedas en sus hojas de balance (pasivos externos netos denominados en moneda extranjera). Las ganancias de capital generadas por una apreciación durante las fases ascendentes ayudan a alimentar el auge del gasto privado, mientras que las pérdidas de capital generadas por una depreciación tienen el efecto opuesto durante las fases descendentes. Además, tales ganancias generan incentivos a la entrada neta de flujos adicionales (incluyendo variaciones netas en la fuga de capitales) cuando hay expectativas de apreciación del tipo de cambio, y el efecto opuesto si se espera una depreciación, proveyendo así un refuerzo endógeno al ciclo de la cuenta de capitales.

Las políticas monetarias y fiscales contra-cíclicas podrían compensar, en principio, los efectos pro-cíclicos que tienen las fluctuaciones del tipo de cambio real en los países en desarrollo. Un factor crucial es el grado de autonomía monetaria que permiten los diferentes regímenes cambiarios. Al respecto, desde hace mucho se ha aceptado que los regímenes de tipo de cambio fijo eliminan la autonomía monetaria, mientras los tipos de cambio flexibles dejan espacio para políticas monetarias autónomas. Como veremos, esta visión tradicional de los tipos de cambio flexibles no es enteramente válida. En efecto, la evidencia reciente indica que el grado de flexibilidad del tipo de cambio puede no ser un determinante tan crucial de la capacidad de llevar a cabo políticas monetarias contra-cíclicas como tradi-

cionalmente se pensaba (Kaminsky, et al. 2004).

Estas consideraciones implican que, en las economías abiertas en desarrollo de hoy en día, el régimen cambiario está sujeto a demandas contradictorias y no fácilmente reconciliables. Estos conflictos son exacerbados por la volatilidad de la cuenta de capitales, por los fuertes efectos de los tipos de cambio sobre la demanda y la oferta agregadas en las economías en desarrollo, y por los reducidos grados de libertad de que disponen las autoridades en un mundo de instrumentos de política limitados.

Aunque estas demandas contradictorias pueden ser expresadas de diferentes maneras, es útil visualizarlas como la tensión a la que se enfrentan los regímenes cambiarios entre la demanda por estabilidad y la demanda por flexibilidad (Ocampo, 2002). La demanda por estabilidad proviene del comercio, pero también de la estabilidad de los precios internos y de la necesidad de evitar los efectos riqueza pro-cíclicos de las fluctuaciones del tipo de cambio. La demanda por flexibilidad proviene de la necesidad de tener algunos grados de libertad para manejar choques comerciales y en la cuenta de capitales. Las autoridades tenderán entonces a elegir un régimen cambiario basadas en sus preferencias, pero también en los beneficios (“precios”) relativos de la flexibilidad vs. la estabilidad, que son determinados tanto por el ambiente externo como por factores objetivos. Una mayor inestabilidad internacional (como el quiebre del patrón dólar, un período de perturbación en los mercados financieros internacionales relevantes para las economías “emergentes” o una recesión mundial) incrementará los beneficios relativos de la flexibilidad, mientras un período de tranquilidad (como en el apogeo del sistema de Bretton Woods, o un período de crecimiento económico mundial estable) incrementará las ventajas relativas de la estabilidad. A su vez, mientras los beneficios de la flexibilidad serán más altos para economías más grandes y, por ende, menos especializadas, los beneficios de la estabilidad nominal serán mayores para economías pequeñas y más especializadas.

Otra manera de caracterizar estas demandas contradictorias comienza, como lo hace este trabajo, por el

reconocimiento de que un marco amplio para la estabilidad implica que las autoridades económicas tienen, de hecho, múltiples objetivos: baja inflación, ciclos económicos más suaves, tipos de cambio reales competitivos, tasas de interés de largo plazo estables y hojas de balance sólidas. Para alcanzar estos múltiples objetivos se requieren algunos instrumentos adicionales, particularmente políticas fiscales contra-cíclicas y regulación y supervisión prudenciales de los sistemas financieros nacionales (véase más abajo). Las autoridades monetarias no deben descuidar, en cualquier caso, sus múltiples objetivos. Particularmente, además de las metas de inflación, no deberían descuidar el papel contra-cíclico de la política monetaria (metas de empleo y producto). Además, en la medida en que un tipo de cambio real estable es un determinante crucial del crecimiento y el empleo en economías abiertas, una meta de tipo de cambio real es un componente esencial de un manejo macroeconómico adecuado en economías en desarrollo (Frenkel, 2004). Como se indicó al comienzo de esta sección, esto es particularmente importante cuando, como resultado de la liberalización, los países han renunciado a sus instrumentos tradicionales de política comercial.

El llamado a escoger regímenes cambiarios extremos no captura la relevancia de estas demandas contradictorias. La defensa de regímenes “polares” está basada, más bien, en el argumento de que cualquier intento por manejar las demandas contradictorias que enfrenta la política cambiaria es fútil y deberían entonces ser abandonado.

Los regímenes de tipo de cambio fijo “rígido” (*hard peg*) ciertamente introducen arreglos institucionales que proveen disciplina fiscal y monetaria y ayudan a evitar descalces de monedas y sus efectos pro-cíclicos (Calvo, 2001), pero esta elección se hace a costa de eliminar los objetivos de la política monetaria en términos de actividad económica y tipo de cambio real. De esta manera, bajo este tipo de régimen, el ajuste frente a la sobrevaluación (si la economía se encuentra “anclada” en un tipo de cambio sobrevaluado durante

la transición hacia dicho régimen, o como resultado de devaluaciones de las monedas de importantes socios comerciales o apreciación de la moneda con respecto a la cual el tipo de cambio está fijada) es doloroso, y puede llevar a bajas tasas de crecimiento estructurales, junto con ciclos económicos marcados. Y este régimen tampoco está a prueba de especulación, como lo evidencia las experiencias de Argentina en 1994-95 y 1998-2001, de Hong Kong en 1997 y, e incluso, del patrón oro en la periferia. Una mayor flexibilidad de los precios y salarios podría ayudar, pero genera de todas maneras problemas de ajuste que tienden a ser ignorados¹. En particular, durante la era del patrón oro, la flexibilidad de precios tendió a generar riesgos financieros internos adicionales durante las crisis, debido al rápido incremento en el peso *real* de la deuda generado por la deflación (que puede ser visualizado como el equivalente de tasas de interés reales de corto plazo muy altas). El patrón oro también generó un fuerte sesgo cortoplacista en la estructura de los préstamos bancarios, que era necesario para poder reducir rápidamente las carteras durante períodos de contracción monetaria.

Por otro lado, la volatilidad característica de los regímenes de tipo de cambio de libre flotación incrementan los costos de las transacciones comerciales, reduciendo de esta manera los beneficios de la especialización internacional. Como los países en desarrollo son en gran medida importadores netos de bienes de capital, la incertidumbre cambiaria también afecta las decisiones de inversión. Su beneficio más importante es entonces el grado de autonomía monetaria que provee –esto es, la habilidad para determinar las políticas monetarias sobre la base de factores internos, generando de esta manera algún espacio para las políticas macroeconómicas contra-cíclicas. Sin embargo, no es probable que este beneficio se materialice completamente, por dos razones diferentes.

La primera se relaciona con los vínculos entre el tipo de cambio y el nivel de precios internos en economías abiertas. Si las autoridades monetarias siguen reglas estrictas de metas de inflación, estos efectos son

1- Véase, sin embargo, Easterly, et al. (2001) para una visión similar a la expuesta aquí.

pro-cíclicos. Esto se hace evidente cuando se analizan dos políticas pro-cíclicas ampliamente utilizadas: anclar el nivel de precios a un tipo de cambio fijo, durante períodos de abundancia de divisas, y compensar los efectos inflacionarios de una devaluación a través de políticas monetarias contraccionistas, durante períodos de escasez de divisas. Expresado en términos de la literatura sobre metas de inflación en economías abiertas, las metas de inflación estrictas generarán más volatilidad del producto que metas más flexibles, que toman en cuenta también otros objetivos de política monetaria, particularmente la reducción de la brecha del producto (Svensson, 2000).

La segunda razón por la cual no es probable que, en un contexto de libre flotación, un esquema de metas de inflación resulte en un manejo macroeconómico contra-cíclico, se relaciona con los efectos de la movilidad de capitales. El problema clave que enfrentan las autoridades durante los auges es que los repentinos aumentos en los flujos de capitales ejercen efectos expansivos en la demanda agregada, que se ven acrecentados por la presión a la baja sobre las tasas de interés y/o la apreciación cambiaria. Cualquier intento de las autoridades de política para contrarrestar estos efectos a través de políticas monetarias contraccionistas será en parte contraproducente, pues mayores tasas de interés inducirán entradas adicionales de capital y, por lo tanto, mayores presiones hacia la apreciación. Durante las crisis, la reducción de la entrada de capitales tendrá un efecto directo sobre la demanda agregada, que se verá combinado con una mezcla de devaluación y aumentos en las tasas de interés. Cualquier intento de evitar estos últimos efectos utilizando una política monetaria expansiva simplemente alentará una mayor devaluación. De esta manera, si las autoridades tratan de minimizar las fluctuaciones cambiarias generadas por ciclos de auge y caída del financiamiento externo, pueden implementar políticas monetarias cuyos efectos pueden terminar siendo pro-cíclicos, y no contra-cíclicos.

En otras palabras, en contra del argumento tradicional sobre los grados de libertad adicionales para la política monetaria que proporcionan los tipos de cambio flotantes, tal régimen puede de hecho acentuar la tendencia pro-cíclica de la política monetaria en presencia de cuentas de capital abiertas y metas de inflación. La única manera de garantizar grados de libertad adecuados para políticas monetarias contra-cíclicas puede ser entonces renunciar a la libre flotación, a la libre movilidad de capitales, o a ambas.

La alta prevalencia de regímenes con flexibilidad cambiaria limitada (Reinhart y Rogoff, 2004) puede ser vista como un reflejo de la preferencia revelada de las autoridades en el mundo en desarrollo por alcanzar, mediante la elección de regímenes cambiarios intermedios, un equilibrio entre las demandas contradictorias que enfrentan. Estos regímenes pueden tomar varias formas: (a) regímenes de tipo de cambio cuasi-fijo con importantes y frecuentes intervenciones del banco central en los mercados de divisas; (b) tipos de cambio administrados, tales como la devaluación gradual y las bandas cambiarias; y (c) flotación sucia². Todos estos regímenes pueden ser entendidos como esquemas en los que se incluye un elemento de “metas de tipo de cambio real” en el diseño de la política macroeconómica, y muchos, o la mayoría de ellos, se complementan también con diferentes regulaciones de la cuenta de capitales. De acuerdo a los argumentos que se presentaron previamente, esta mezcla puede ser una opción racional frente a los múltiples objetivos que las autoridades enfrentan. Además, en la medida en que la suavización de las fluctuaciones del tipo de cambio real tiene un efecto contra-cíclico, un esquema de “metas de tipo de cambio real” puede también coadyuvar a suavizar la volatilidad del producto.

De esta manera, los regímenes cambiarios intermedios pueden proveer un mejor marco para una “autonomía monetaria” efectiva que los tipos de cambio flotantes. Este enfoque implica, por supuesto, que

2- Para defensas recientes de regímenes intermedios, véase ECLAC (2000, capítulo 8), Williamson (2000), Ocampo (2002) y Ffrench-Davis y Larraín (2003). Para reseñas interesantes de las controversias recientes sobre regímenes cambiarios, véase Frankel (1999), Velasco (2000) y Braga de Macedo, et al. (2001).

las autoridades monetarias tendrán más de un objetivo y, por lo tanto, coordinarán sus acciones con las autoridades fiscales. No obstante, el alcance de la autonomía monetaria bajo este régimen también es limitado. Primero que todo, esa autonomía dependerá de la efectividad de las regulaciones de la cuenta de capitales como una herramienta de política macroeconómica, un asunto que trataremos más adelante. En segundo lugar, todas las opciones intermedias están sujetas a presiones especulativas si no generan credibilidad en los mercados, y los costos de defender el tipo de cambio son altos en este contexto. Esto es particularmente cierto de cualquier pre-anuncio (de la tasa de devaluación o revaluación, de los límites de la banda, o de una meta específica de tipo de cambio), que debería entonces ser evitado. En tercer lugar, los regímenes intermedios requerirán generalmente de intervenciones para esterilizar los efectos monetarios de variaciones en los niveles de reservas internacionales. Además, aunque las reservas adicionales acumuladas durante los auges proveerán un “auto-seguro” adicional durante las crisis subsiguientes, la acumulación simultánea de activos y pasivos en moneda extranjera genera pérdidas cuasi-fiscales.

En cualquier caso, una de las ventajas de los regímenes intermedios es que permiten una *flexibilidad graduable*, en la cual el nivel apropiado de flexibilidad está determinado por los beneficios relativos de la estabilidad vs. la flexibilidad que hemos analizado. Esto implica que cualquier régimen intermedio específico tiene incorporada una “opción de salida”. De manera similar, si está disponible algún grado de flexibilidad del tipo de cambio antes de que ocurra alguna crisis, esto proveería un cierto margen para evitar la sobre-reacción de la tasa de interés real que caracteriza la transición hacia tipos de cambio más libres en los países en desarrollo³.

Políticas fiscales contra-cíclicas

Independientemente de qué régimen cambiario y de cuenta de capitales elige un país, la política fiscal

siempre puede proveer un mecanismo contra-cíclico útil. De hecho, frecuentemente se argumenta que en una economía abierta la política fiscal es un instrumento contra-cíclico más poderoso que la política monetaria. Sin embargo, este argumento se enfrenta a dos hechos importantes.

El primero es que hay restricciones objetivas sobre la capacidad de la política fiscal de jugar un papel fuertemente contra-cíclico. Algunas de ellas son inherentes a la política fiscal: la inercia en el gasto juega un papel importante en los asuntos fiscales, y existen rezagos temporales entre el momento en el cual un cambio en el curso de la política se vuelve deseable y aquél en el cual el gobierno o el Congreso deciden sobre el nuevo curso de acción. Otras son consideraciones de economía política. En particular, hay límites objetivos a la capacidad de las autoridades para convencer al público de que deberían generar grandes superávits fiscales durante las fases ascendentes del ciclo financiero para compensar los crecientes déficit privados (Marfán, 2005). El público podría de hecho rechazar esa opción de política, dado que genera efectos distributivos sustanciales, pues los destinatarios de los bienes y servicios que produce el sector público no son los mismos agentes que se benefician del gasto privado. Además, en la medida en que el gasto social fuese afectado, los efectos distributivos de un recorte del gasto como éste serían regresivos.

El segundo hecho importante es que los vaivenes pro-cíclicos en el financiamiento externo e interno generan fuertes incentivos para que las políticas fiscales se comporten de modo pro-cíclico. Este efecto se ve acrecentado por el desempeño pro-cíclico de los ingresos del sector público en un contexto de alta volatilidad del PIB. Esto implica que el gasto será financiado en parte por ingresos transitorios durante los auges, y que reducciones temporales en los ingresos llevarán a recortes pro-cíclicos del gasto. De la misma manera, la explosión del servicio de la deuda, como resultado de variaciones en la tasa de interés y en el tipo de cambio generadas por choques externos adversos, implica que

3- En efecto, el fenómeno atípico identificado por Hausmann (2000) —cuando tasas de interés crecientes acompañan la adopción de un tipo de cambio más flexible— es sólo un rasgo de los períodos de transición.

el gasto fiscal primario debe ajustarse pro-cíclicamente para cumplir con metas fiscales de corto plazo durante las crisis. La expectativa ortodoxa de que los recortes del déficit fiscal atraerán más gasto privado, evitando de esta manera los efectos contraccionistas del ajuste fiscal, generalmente no se cumple (véase, por ejemplo, FMI, 2003, en relación a los programas del Fondo Monetario Internacional).

Al mismo tiempo, otros patrones pro-cíclicos son ahora más importantes que en el pasado, particularmente aquellos asociados con la concesión de garantías, tanto explícitas como implícitas, al sector privado. Un primer caso son las garantías otorgadas a los agentes financieros y depositantes en el sistema financiero. A ellas hay que agregar las garantías que otorga crecientemente el sector público para inversiones del sector privado en infraestructura (como garantías de ingresos o ganancias mínimas, o cobertura explícita de riesgos de tasa de interés o tipo de cambio). Ambos tipos de garantías tienen tres elementos en común: (a) no son siempre transparentes; (b) fomentan el gasto privado durante los auges (lo que implica que durante los períodos de auge se incurre en un gasto público implícito, que equivale a una “prima de seguro” que generalmente no está presupuestada e implica, por lo tanto, que existe una subestimación del gasto público); y (c) generan desembolsos (gasto en efectivo) durante las crisis, que aumentan las necesidades de financiamiento y desplazan (*crowding out*) otros gastos del sector público.

En efecto, hay evidencia generalizada de que las cuentas fiscales son altamente pro-cíclicas en el mundo desarrollado (Kaminsky, et al., 2004). En América Latina, por ejemplo, la evidencia que proporcionan Martner y Tromben (2003) indica que de 45 episodios de oscilaciones cíclicas en 1990-2001, 12 fueron neutrales (en el sentido de que el déficit fiscal estructural se mantuvo sin cambios durante la fase de mejora o deterioro de las cuentas fiscales), 25 fueron pro-cíclicas y sólo 8 contra-cíclicas.

Los costos de las políticas fiscales pro-cíclicas son altos. Dada la mayor flexibilidad de la inversión del sector público, es común que se reflejen en grandes

cambios en esta variable, un patrón que tenderá a reducir su eficiencia. Durante las fases ascendentes, un financiamiento abundante llevará a las autoridades a iniciar algunos proyectos que tienen retornos sociales bajos. Durante las fases descendentes, los recortes en el gasto pueden significar que los proyectos de inversión quedan sin terminar o toman mucho más tiempo de lo planeado en ser ejecutados, incrementando así su costo efectivo. A su vez, los recortes de gran magnitud en la inversión pública pueden tener efectos de largo plazo sobre el crecimiento (Easterly y Servén, 2003; FMI, 2004a). En la medida en que el gasto corriente se reduce durante las fases descendentes, pueden recortarse algunos programas sociales valiosos, puede dislocarse la provisión de servicios públicos y sociales, y las reducciones en los salarios reales pueden llevar a la pérdida de personal valioso. De esta manera, en general, los ciclos de *pare y siga* (*stop-go*) de la política fiscal reducen significativamente la eficiencia del gasto público.

Esto significa que las reformas fiscales deben establecer firmemente el principio de sostenibilidad fiscal y adoptar, a la vez, metas que eviten sesgos pro-cíclicos de la política fiscal. No puede esperarse de las políticas fiscales, sin embargo, que sirvan por sí mismas como el instrumento más importante del manejo contra-cíclico, compensando no sólo los efectos pro-cíclicos de los mercados financieros, sino también políticas monetarias y cambiarias pro-cíclicas.

El mayor reflejo del principio de responsabilidad fiscal debería ser la adopción de metas para el déficit del sector público y/o razones máximas deuda/producto. La definición de dichas reglas no es una tarea fácil, como lo indican los debates actuales acerca del Pacto Europeo de Crecimiento y Estabilidad. En cualquier caso (y en contra incluso a la práctica europea), las metas de déficit deberían ser diseñadas sobre la base de la posición estructural de la política fiscal. De hecho, determinar metas de déficit fiscal independientemente del ciclo económico transforma a la política fiscal en un instrumento pro-cíclico, ya que lleva tanto a gastar sobre la base de ingresos transitorios durante el auge, como a recortes en el gasto

durante las crisis, debido a reducciones igualmente transitorias en los ingresos. La meta de superávit o déficit debería entonces estar determinada sobre la base de una posición estructural, basada en la estimación de las desviaciones entre el PIB corriente y el potencial, así como otras variables relevantes. Al respecto, una experiencia interesante en el mundo en desarrollo es la de Chile, que en años recientes ha fijado como meta un superávit estructural del sector público equivalente al 1 por ciento del PIB.

Definir una posición estructural es, sin embargo, una tarea difícil. En general, la tendencia de crecimiento del PIB no será independiente de las fluctuaciones cíclicas, particularmente en países que experimentan perturbaciones sustanciales (Heymann, 2000). Además, en los países en desarrollo, será importante determinar también la posición cíclica de los precios de las materias primas que tienen un fuerte impacto sobre las finanzas públicas. Esto no es fácil de determinar, sobretodo cuando estas variaciones en los precios resultan de su carácter de paseo aleatorio (*random walk*) o de desviaciones temporales de una tendencia de largo plazo que puede estar en sí misma sujeta a cambios.

Un primer instrumento de una política fiscal contra-cíclica son fondos de estabilización que esterilicen los ingresos temporales del sector público (Davis, et al., 2003). La experiencia acumulada en el manejo de fondos de estabilización para materias primas que tienen un impacto fiscal significativo (el Fondo Nacional del Café de Colombia, y los fondos para el cobre y el petróleo en Chile, por ejemplo) deben extenderse para desarrollar fondos de estabilización fiscal más amplios (CEPAL, 1998). La contraparte de los recursos acumulados en estos fondos serían reservas de divisas, que proveerían luego un “auto-seguro” contra interrupciones súbitas del financiamiento externo, así como protección contra la apreciación cambiaria durante los períodos de auge de financiamiento externo.

En la medida, sin embargo, que estos fondos este-

rilicen los ingresos adicionales generados durante un auge de entrada de capitales o de precios de materias primas, esto haría a la política fiscal mucho más *neutra* frente al ciclo. Un instrumento complementario, de carácter realmente contra-cíclico, sería diseñar tasas impositivas flexibles, particularmente para manejar fluctuaciones cíclicas marcadas del gasto privado. El mejor candidato es obviamente un impuesto sobre la fuente de los auges del gasto. Este es el argumento tradicional para gravar exportaciones que enfrentan aumentos temporales de los precios, que ha servido como base para el diseño de los fondos de estabilización de materias primas. Un argumento similar puede ser utilizado para justificar un impuesto a las entradas de capital, dado que esta es la fuente más importante de los auges del gasto privado hoy en día (Marfán, 2005)⁴. Es interesante anotar que este argumento es adicional a aquellos asociados con la mayor autonomía monetaria que puede proporcionar dicho impuesto sobre las entradas de capital. Una alternativa puede ser el aumento temporal de las tasas de los impuestos al valor agregado durante los auges del gasto privado (Budnevich y Le Fort, 1997).

En la medida en que, como se argumentó previamente, las fluctuaciones cíclicas pueden reducir la eficiencia del gasto del sector público y que, inevitablemente ocurren rezagos temporales en el proceso de toma de decisiones, la alternativa de utilizar cambios discrecionales en el gasto público como un mecanismo contra-cíclico es sub-óptima. De hecho, puede alegarse que el crecimiento del gasto del sector público debería estar determinado esencialmente sobre la base de criterios de largo plazo: la oferta equilibrada de bienes públicos y privados. En cualquier caso, una red de protección social bien diseñada para proteger a los grupos vulnerables durante las crisis (preferentemente como parte de sistemas permanentes de protección social) es un instrumento contra-cíclico automático que puede jugar un papel, tanto macroeconómico como social, supremamente útil.

4- Debería enfatizarse que la recaudación de impuestos debería ser realizada por el banco central (el impuesto equivalente para los requerimientos de reservas no remuneradas sobre las entradas de capital), y las ganancias podrían ser esterilizadas en la forma de un superávit cuasi fiscal no transferido al gobierno.

Estas políticas de gastos e impuestos deben ser complementadas por mecanismos adecuados para manejar las garantías del sector público. Con respecto a los riesgos que enfrenta el sector financiero, las políticas de regulación y supervisión prudencial son la respuesta apropiada. En el caso de garantías del sector público para proyectos privados de infraestructura, es necesario que la “prima de seguro equivalente” de dichas garantías sea regularmente estimada y presupuestada, y que los recursos correspondientes sean transferidos a fondos especiales creados para servir como respaldo cuando las contingencias correspondientes se materialicen. Los pasivos contingentes estimados deberían ser sumados, además, al monto de la deuda del sector público⁵.

Un problema importante con estas garantías es que generan distorsiones significativas en la contabilidad del sector público. Como se argumentó previamente, tienen también efectos pro-cíclicos. Si se adoptan metas de déficit, las garantías discriminan, además, en contra de la inversión del sector público, ya que crean un fuerte incentivo para que los gobiernos promuevan la inversión privada en infraestructura para cumplir las metas. Para tratar todos estos aspectos en forma simultánea, es necesario combinar una meta para el equilibrio fiscal corriente de la administración pública (tal como una “regla de oro”⁶ estructural o un superávit primario estructural) con una meta de deuda del sector público que incluya todos los pasivos contingentes. Además, para evitar discriminar en contra de la inversión de las empresas públicas vs. la inversión privada en infraestructura, se deben emplear los mismos criterios: en ambos casos se debe valorar exclusivamente el riesgo fiscal en que incurre el gobierno⁷. De hecho, la única alternativa es incluir la totalidad de las inversiones privadas garantizadas por el sector público dentro de las metas fiscales.

Técnicas de manejo de capitales

El argumento a favor de las regulaciones de la cuenta de capitales

La acumulación de riesgos macroeconómicos durante los auges depende, no sólo de la magnitud de las deudas del sector público y del sector privado, sino también de los descalces de plazos y monedas en sus hojas de balance. Así, las regulaciones de la cuenta de capitales tienen potencialmente una función dual: como herramienta de política macroeconómica que provee algún margen para políticas monetarias contracíclicas que suavicen la trayectoria del gasto y eviten acumular niveles excesivos de endeudamiento, y como una “política de pasivos” que fomente mejoras en los perfiles de deuda externa del sector privado. El énfasis en las estructuras de pasivos, más que en las hojas de balance nacionales, reconoce el hecho de que, junto con los activos líquidos (particularmente reservas internacionales), las estructuras de pasivos juegan el papel crítico cuando los países enfrentan restricciones de liquidez; otros activos juegan un rol secundario en este caso.

Vistas como una herramienta de política macroeconómica, las regulaciones de la cuenta de capitales apuntan a la fuente directa de los ciclos de auge y caída del financiamiento: los flujos inestables de capitales. Si son exitosas, dejarán algún espacio para “inclinarse en contra del viento” durante períodos de euforia financiera, a través de la adopción de una política monetaria contraccionista y/o menores presiones a la apreciación. Si son efectivas, también reducirán o eliminarán los costos cuasi-fiscales de la acumulación de reservas. Durante las crisis, proveen “espacio para respirar” a través de políticas monetarias expansivas. En ambos casos, las regulaciones de la cuenta de capita-

5- El FMI (2004a) ha argumentado que los pasivos contingentes deberían ser incluidos junto con la deuda del sector público, pero no propone un tratamiento similar de la cuenta corriente del sector privado. El tratamiento que proponemos aquí es más completo y simétrico.

6- Esta regla determinaría que la cuenta corriente de la administración general, incluyendo costos equivalentes a la depreciación del stock de capital del sector público, debería ser equilibrada, una vez neteados los factores cíclicos.

7- Esta regla sería más simple y mucho mejor que los estrictos criterios sugeridos por el FMI (2004a) para determinar cuándo una inversión de una firma del sector público será excluida de las cuentas del sector público. Esta última incluye criterios que pueden ser contrarios a los principios legales que definen a una firma del sector público en algunos países, y que no tienen nada que ver con los riesgos fiscales incurridos (como independencia administrativa total, listado de acciones y derechos de accionistas minoritarios).

les mejoran la capacidad de las autoridades de combinar una política monetaria contra-cíclica con una política cambiaria más activa.

Vistas como una política de pasivos, las regulaciones de la cuenta de capitales reconocen el hecho de que el mercado recompensa los perfiles de deuda sólidos (Rodrik y Velasco, 2000). Esto refleja el hecho de que, durante períodos de incertidumbre, el mercado responde a los requerimientos brutos de financiamiento (más que meramente netos), lo que significa que el refinanciamiento de pasivos de corto plazo no es neutro en términos financieros. Bajo estas circunstancias, un perfil de vencimiento que se inclina hacia obligaciones de largo plazo reducirá el riesgo de liquidez del país. Esto indica que un componente esencial del manejo de la política económica durante los auges deberían ser instrumentos que mejoren la estructura de vencimiento de los pasivos externos e internos, tanto del sector privado como del público. Por otra parte, la inversión extranjera directa (IED) debería ser preferida a los flujos de cartera, dado que la primera ha probado ser menos volátil que estos últimos. Ambos tipos de flujos de capitales (IED y los flujos de cartera) tienen la ventaja adicional de permitir que los riesgos asociados al ciclo económico se compartan con inversionistas extranjeros, y la IED puede traer además otros beneficios (acceso a tecnología y mercados externos). Estos beneficios deberían ser balanceados contra los costos generalmente más altos de la IED.

En términos macroeconómicos, las regulaciones del mercado de capitales funcionan gracias a la *segmentación* del mercado de capitales nacional frente a los mercados internacionales. Como tal, puede ser visto como una política de “segundo mejor” (*second best*) que busca corregir las fallas de mercado fundamentales identificadas previamente: la incapacidad de la mayoría de los países de emitir pasivos denominados en sus propias monedas en los mercados internacionales (“pecado original”), y la sub-oferta de financiamiento de largo plazo en estas monedas (el carácter incompleto de los mercados de capitales nacionales). Una solución de “primer mejor” requeriría por lo menos tres condiciones: (a) la creación de una deman-

da de largo plazo de activos denominados en moneda nacional en el exterior, una medida que puede ser imposible de acuerdo a la literatura sobre el “pecado original”; (b) cobertura de los riesgos en que incurren los agentes nacionales, ya sea mediante la acumulación de reservas internacionales (un costoso mecanismo de “auto-seguro”) o con deuda emitida en moneda nacional por las multinacionales (una opción que ha estado disponible para algunos países de acuerdo a la misma literatura – véase Hausmann y Panizza, 2003); y (c) el desarrollo de mercados profundos para deuda de largo plazo y valores en monedas *nacionales*. Sin embargo, algunas de estas soluciones o no están disponibles o toman un largo tiempo en desarrollarse. Las regulaciones de cuenta de capitales reconocen, de esta manera, que, dada la *segmentación existente*, puede ser óptimo responder a esta imperfección del mercado segmentando aún más el mercado mediante regulaciones, más que diseñando la política económica como si tal segmentación no existiera.

Los controles tradicionales –que muchos países, incluyendo algunos grandes actores como China e India, continúan utilizando en diversas formas– funcionan básicamente segmentando los mercados de capitales internos y externos, a través de reglas que diferencian abiertamente entre residentes y no residentes y, dentro de los primeros, entre residentes corporativos y no corporativos. Esto incluye prohibir a empresas y residentes nacionales tomar préstamos en moneda extranjera, excepto para algunas transacciones específicas (financiamiento comercial e inversión de largo plazo) de algunos agentes (corporaciones), sujeto quizás a techos globales. Las reglas también prohíben a los residentes extranjeros mantener activos o deuda denominados en moneda nacional, excepto para las operaciones de los inversionistas extranjeros en el país (e incluso en este caso las deudas pueden estar restringidas o prohibidas). Finalmente, prohíben a los bancos establecidos en el país mantener depósitos de residentes en monedas extranjeras o prestar en dichas monedas (excepto cuando intermedian las líneas de crédito externo autorizadas).

Para los países que eligen estar más integrados en

los mercados internacionales de capitales, las posibilidades son diversas y pueden ser combinadas de diferentes formas. Una primera opción es introducir reglas no muy diferentes a los controles cuantitativos tradicionales (administrativos) que segmentan temporalmente el mercado entre residentes y no residentes; esta fue la opción de Malasia en 1994 (en relación a las entradas) y en 1998 (salidas). Otra opción es introducir regulaciones basadas en precios que efectivamente gravan las entradas o salidas. El impuesto a las entradas de capital fue la opción que Chile adoptó en forma pionera en 1991 y Colombia en 1993 (donde se aplicó en forma más agresiva), utilizando un requisito de encaje no remunerado sobre las entradas de capitales; en ambos casos, los encajes fueron reducidos y eventualmente desmantelados durante la crisis asiática. El impuesto a las salidas fue introducido por Malasia en febrero de 1999 como un sustituto de sus regulaciones de 1998; el impuesto de salida fue posteriormente reducido en forma gradual hasta que fue desmantelado en mayo de 2001. La ventaja básica de las regulaciones basadas en precios es su carácter no discrecional.

Otras reglas, que pueden ser combinadas con cualquiera de los dos sistemas previos, o adoptadas independientemente, incluyen prohibiciones más permanentes o un fuerte desincentivo a la dolarización/eurización financiera nacional, y al desarrollo de mercados extra-territoriales (*off-shore*) o al uso internacional de la moneda nacional (fuertemente disuadidos por las autoridades de Singapur y parte de los controles de Malasia de 1998). También, los flujos de cartera pueden estar sujetos a regulación directa, en términos de las cantidades que pueden ser traídas al país y de los activos líquidos nacionales en los cuales los no residentes pueden invertir (como en Colombia). El endeudamiento en el exterior o la emisión de ADRs e instrumentos similares pueden estar sujetos a regulaciones prudenciales que se aplican a la empresa que emite dichos títulos. Y se pueden establecer requisitos de permanencia mínima de las inversiones (como en Chile, donde dicho requisito

fue eliminado, sin embargo, en mayo de 2000).

Una evaluación comparativa de estas experiencias lleva a cuatro conclusiones principales⁸. La primera es que tanto los controles sobre las entradas como sobre las salidas pueden funcionar, pero es esencial construir capacidad para administrar las regulaciones, que evite lagunas jurídicas que faciliten la elusión de las normas y, particularmente, la corrupción. Como indica la experiencia de Malasia, sin embargo, para tener éxito no es necesaria una experiencia directa previa de regulación de la cuenta de capitales como tal. En este sentido, de acuerdo a las evaluaciones del FMI, las restricciones cuantitativas tradicionales que prohíben ciertas formas de endeudamiento externo pueden ser más fáciles de administrar que los controles basados en precios (Ariyoshi, et al., 2000) y pueden ser preferibles, por lo tanto, para los países con una débil capacidad administrativa. En países caracterizados por un desarrollo financiero nacional más profundo, puede ser más fácil eludir los controles. Pero algunas herramientas pueden funcionar incluso bajo esas condiciones, como indican las experiencias de Chile y Malasia. Una buena administración requiere, sin embargo, un ajuste dinámico para cerrar canales de elusión (y las innovaciones financieras asociadas) y, en general, para responder a las condiciones cambiantes del mercado. Por esta razón, mantener regímenes regulatorios *permanentes*, que se intensifiquen o se relajen a lo largo del ciclo o en respuesta a las condiciones del mercado, puede ser mejor que alternar entre diferentes regímenes de cuenta de capitales.

En segundo lugar, en términos de efectividad macroeconómica, los controles de cambios y las regulaciones de la cuenta de capitales tradicionales pueden ser la mejor opción, si el objetivo de política es reducir significativamente la sensibilidad nacional a los flujos internacionales de capitales. Esto se refleja, en particular, en la menor sensibilidad a dichos flujos, durante la crisis asiática, de los países que mantuvieron regulaciones más tradicionales, en comparación

8- Véase, al respecto, las evaluaciones comparativas de algunas de estas experiencias por Ariyoshi, et al. (2000), Epstein, et al. (2003 y 2004), Ocampo (2003a), Ocampo y Palma (2004), Palma (2002) y Rajaraman (2001). Véase también la evaluación de la experiencia india por Nayyar (2002) y Reddy (2001), y aquella de la experiencia malaya por Kaplan y Rodrik (2001).

con los países latinoamericanos que usaban regulaciones basadas en precios. Además, un análisis comparativo de los controles de Chile y Colombia, basados en precios, vs. los de Malasia, basados en cantidades, indica que los controles malayos tuvieron efectos más fuertes sobre la magnitud de los flujos de capitales (entradas o salidas, dependiendo de la variable objetivo) y, más en general, sobre la capacidad para compensar las presiones macroeconómicas expansivas o contraccionistas generadas por la cuenta de capitales (Ocampo, 2003a; Ocampo y Palma, 2004). Por su parte, aunque los encajes pueden tener efectos sólo temporales sobre las entradas de capitales (si no se refuerzan dinámicamente frente a auges persistentes en los flujos de capital), no son ciertamente inefectivos en términos macroeconómicos. En particular, hay evidencia sólida de que influyen los diferenciales de tasas de interés⁹. De esta manera, en términos más amplios, la utilidad de los encajes como una herramienta de política macroeconómica se refleja en la capacidad para afectar los flujos de capitales, las tasas de interés internas, o una mezcla de ambos; la combinación particular estará sujeta a otras condiciones macroeconómicas y de política.

En tercer lugar, en contra de las acaloradas controversias con respecto a la efectividad macroeconómica de los encajes, existe un amplio acuerdo sobre su efectividad para reducir los flujos de deuda de corto plazo y, de esta manera, mejorar o mantener perfiles de deuda externa adecuados. Como tales, han probado ser una herramienta preventiva útil de la política macroeconómica.

Finalmente, es importante resaltar que las regulaciones de cuenta de capitales deberían ser vistas –y, de hecho, han sido vistas por los países que las adoptaron–, no como un sustituto, sino como un complemento de otras políticas macroeconómicas “sólidas”. Además, pueden mejorar los elementos “fundamentales” que afectan el desempeño macroeconómico. En particular, proveen grados de libertad adicionales para

adoptar políticas macroeconómicas contra-cíclicas.

A las consideraciones anteriores podría agregarse que, para garantizar la efectividad de las regulaciones de cuenta de capitales, puede ser necesario mantener algunas regulaciones sobre las transacciones en la cuenta corriente, tales como requisitos de reintegro de las exportaciones o la obligación de canalizar las transacciones comerciales a través de ciertos canales de intermediación. Como ya se mencionó, es también esencial evitar la dolarización/euroización financiera y la internacionalización de la moneda nacional (Reddy, 2001).

La regulación y supervisión prudenciales pueden complementar, pero también en parte sustituir, el papel que juegan las regulaciones de la cuenta de capitales. De hecho, la distinción entre controles de capitales y regulaciones prudenciales que afectan a los flujos internacionales no es tan clara. En particular, pueden establecerse mayores requisitos de liquidez (o encajes) para los pasivos en moneda extranjera del sistema financiero y pueden prohibirse los préstamos en moneda extranjera a las empresas que operan en los sectores productores de bienes y servicios no transables, o se puede desalentar dichos préstamos, a través de provisiones regulatorias más estrictas (mayores valoraciones de riesgo, que aumentan el capital necesario, o mayores provisiones por dudoso recaudo).

El principal problema con estas opciones es que sólo afectan indirectamente los pasivos en moneda extranjera de los agentes no financieros y, de hecho, puede generar incentivos para que estos agentes se endeuden directamente en el exterior. Por consiguiente, deben ser complementadas con otras regulaciones, incluyendo reglas sobre los tipos de empresas que pueden tomar préstamos en el exterior y relaciones prudenciales que dichas empresas deben cumplir; restricciones sobre los términos de las deudas corporativas que pueden ser contraídas con el exterior (plazos mínimos y diferenciales de tasas máximos); información pública sobre los pasivos de corto plazo de estas empresas; regulaciones que exijan a las agen-

9- Véase De Gregorio, et al. (2000) en relación a Chile, y Villar y Rincón (2003) en relación a Colombia. Esta es también la interpretación de la experiencia chilena provista por Williamson (2000, cap. 4). En efecto, de acuerdo a esta interpretación, la evidencia contradictoria sobre el sistema chileno en gran medida desaparece.

cias de calificación de riesgo aplicar una ponderación especial a la exposición en moneda extranjera; y provisiones impositivas que se apliquen a los pasivos en moneda extranjera (véase, sobre esto último, Stiglitz y Battacharya, 2000). Algunas de las regulaciones más importantes de este tipo tienen que ver con los préstamos externos de empresas que operan en sectores productores de bienes y servicios no transables. Una regla simple que debería ser considerada es la prohibición estricta de contraer préstamos en moneda extranjera a empresas que carezcan de ingresos en moneda extranjera. Alternativamente, podrían aplicarse restricciones sobre los plazos (sólo de largo plazo) o el uso final (sólo para inversión) de dichos préstamos. Las regulaciones de la cuenta de capitales basadas en precios pueden ser, por lo tanto, más simples de administrar que un sistema equivalente basado en regulaciones prudenciales y políticas adicionales orientadas a las empresas no financieras.

Los controles de capitales obviamente tienen costos. En primer lugar, aumentan los costos del financiamiento durante los auges de capitales¹⁰. Este es, sin embargo, el efecto deseado, ya que el aumento en esos costos tiene el efecto contra-cíclico esperado. Un segundo efecto, de más largo plazo, es el impacto de los controles sobre el desarrollo financiero nacional. Los mercados de derivados tendrán un espacio más limitado para desarrollarse, y se restringirán las operaciones de los inversionistas institucionales externos que pueden actuar como “creadores de mercado” en los mercados de capitales nacionales. Las disyuntivas que enfrentan las autoridades no son simples en este aspecto, y las autoridades deberían apuntar claramente a evitar los efectos adversos que los controles pueden tener sobre el desarrollo de mercados de capitales nacionales más líquidos y profundos.

Las dimensiones macroeconómicas de las regulaciones prudenciales

Los orígenes de los problemas que estallan durante las crisis financieras están asociados con los riesgos

excesivos que se acumulan durante los auges, como se refleja en un rápido incremento en el crédito, y con la inevitable combinación de descalces de plazos y monedas que caracterizan a las hojas de balance de los países en desarrollo. El análisis inadecuado de los riesgos por parte de los agentes financieros, y mecanismos débiles de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros nacionales, exacerban este problema. Este tema se hizo evidente durante la primera oleada de crisis financieras que golpeó a América Latina a comienzos de los 80s (Díaz-Alejandro, 1988, capítulo 17), pero fue ignorado con posterioridad durante los episodios de liberalización financiera en el mundo en desarrollo. Desde la crisis asiática, el principio de que la liberalización financiera debería tener lugar en un marco institucional adecuado ha sido finalmente adoptado. En efecto, ahora se reconoce que los sistemas financieros adecuadamente regulados y supervisados son estructuralmente superiores en términos de manejo de riesgos.

Las prácticas prudenciales se han enfocado tradicionalmente hacia los riesgos microeconómicos. En años recientes, sin embargo, se ha prestado cada vez más atención a los riesgos que tienen un claro origen *macroeconómico*. El problema básico en este aspecto es la incapacidad de los intermediarios financieros individuales de internalizar los riesgos que asumen colectivamente durante los períodos de auge, dando lugar a problemas de coordinación que van más allá del control de cada agente individual. En términos de la terminología que se utiliza en la administración de riesgo de cartera, mientras que la administración de riesgo microeconómico puede reducir los riesgos no sistemáticos (aquellos que dependen de las características individuales de cada prestatario) a través de diversificación, no puede reducir los riesgos sistemáticos (aquellos asociados con factores comunes que enfrentan los agentes del mercado, como la política económica y el ciclo de negocios).

Además, las herramientas regulatorias tradicionales, incluyendo los estándares de Basilea I y Basilea II,

10- Dadas las asimetrías en el acceso directo a los mercados externos, este efecto puede afectar desproporcionadamente a las PyMEs.

tienen un sesgo pro-cíclico¹¹. El problema básico en este sentido es la naturaleza altamente pro-cíclica de un sistema en el cual las provisiones de cartera mala están atadas a la mora en el pago de préstamos o a expectativas de corto plazo sobre la evolución de la cartera vencida. Bajo este sistema, las señales precautorias pueden ser inefectivas para evitar la excesiva toma de riesgos durante los auges, cuando las expectativas de pérdidas de cartera son bajas. Por otro lado, el brusco incremento de la mora durante las crisis reduce el capital de las instituciones financieras y, por lo tanto, su capacidad de prestar, posiblemente desencadenando una fuerte restricción crediticia; si se produce este efecto, se acentúa la recesión de la actividad económica y la caída de los precios de los activos y, de esta manera, el deterioro de la calidad de las carteras de los intermediarios financieros¹². Estos problemas pueden ser particularmente severos en los países en desarrollo donde, por lo tanto, debería prestarse particular atención a los vínculos entre el financiamiento externo e interno; a los vínculos entre estos dos factores, los precios de los activos y la actividad económica; y a los vínculos entre los riesgos financieros y las variaciones en las tasas de interés y los tipos de cambio.

Dado el papel central que todos estos procesos juegan en el ciclo económico de los países en desarrollo, el asunto fundamental es introducir un elemento contra-cíclico en la regulación y la supervisión prudencial. En este sentido, la mayor innovación es el sistema español de provisiones prospectivas, introducido en diciembre de 1999. De acuerdo a este sistema, las provisiones se realizan cuando los préstamos son *desembolsados*, basadas en las pérdidas *esperadas* (“latentes”); esos riesgos “latentes” son estimados para categorías homogéneas de crédito, estimadas sobre la base de un ciclo completo (Poveda, 2000; Fernández de Lis, et al.,

2001). Este sistema implica, de hecho, que la provisión sigue el criterio tradicionalmente utilizado por la industria aseguradora (donde las provisiones se realizan cuando se emite la póliza de seguro), más que por la industria bancaria (donde las provisiones se hacen cuando los préstamos se vencen).

Bajo este sistema, las provisiones¹³ se acumulan durante las expansiones y se utilizan durante las recesiones. Se acumulan en un fondo, junto con provisiones especiales (provisiones tradicionales para préstamos en mora) y la recuperación de activos improductivos. El fondo puede ser utilizado para cubrir pérdidas por préstamos vencidos, sustituyendo de esta manera las provisiones especiales si los recursos acumulados en el fondo son suficientes. Aunque la acumulación y utilización del fondo tiene una dinámica contra-cíclica, esto sólo refleja el patrón cíclico de los préstamos bancarios. De esta manera, el sistema es, estrictamente hablando, “neutral al ciclo”, más que contra-cíclico, pero es ciertamente superior a las provisiones pro-cíclicas tradicionales para pérdidas de cartera o las provisiones prospectivas basadas en horizontes de corto plazo.

Por lo tanto, tal sistema debería ser complementado con provisiones prudenciales estrictamente contra-cíclicas, que pueden ser decretadas por la autoridad regulatoria para el sistema financiero en su conjunto o para algunos sectores o agentes económicos, o por la autoridad supervisora para instituciones financieras especiales, sobre la base de criterios objetivos. Estos criterios podrían incluir el excesivo crecimiento del crédito (relativo a algún punto de referencia), el sesgo de prestar a sectores caracterizados por riesgos sistemáticos y el crecimiento de préstamos denominados en moneda extranjera a sectores productores de bienes y servicios no transables.

Un sistema de provisiones como éste es ciertamen-

11- Para análisis recientes de estos temas y opciones de política para manejarlos, véase BIS (2001, cap. VII); Borio, et al. (2001), y Clerc, et al. (2001). En relación a Basilea II, véase Griffith-Jones, et al. (2003) y United Nations (2003, pp. 54-57). Puesto que las calificaciones de riesgo son también pro-cíclicas, basar el riesgo en tales calificaciones, como propone Basilea II, es también una práctica pro-cíclica.

12- Por esta razón, la súbita introducción de fuertes estándares regulatorios durante las crisis puede empeorar una restricción de créditos. De esta manera, aunque las autoridades deben adoptar reglas claramente definidas para restaurar la confianza, la aplicación de estándares más fuertes debería ser gradual. En cualquier caso, para evitar problemas de riesgo moral, las autoridades nunca deben rescatar a los dueños de las instituciones financieras.

13- Bajo este sistema, las provisiones se estiman usando el modelo de manejo de riesgo interno de la institución financiera o el modelo estándar propuesto por el Banco de España. El último establece seis categorías, con ratios de provisión anuales que van desde 0 por ciento hasta 1,5 por ciento.

te mejor que el posible uso de los requisitos de capital para manejar los efectos de los ciclos económicos. Los requisitos de capital deberían enfocarse hacia la solvencia de largo plazo, más que en el desempeño cíclico. En la medida en que los países en desarrollo son propensos a una mayor volatilidad macroeconómica, puede ser razonable requerir razones de capital/activos más altas (véanse algunos argumentos adicionales más abajo), pero no existe ningún argumento convincente para que los requisitos de capital, como tales, sean contra-cíclicos. El foco en las provisiones más que en los requisitos de capital tiene una ventaja adicional: que la calidad del capital puede ser difícil de garantizar en los países en desarrollo (Rojas-Suárez, 2004).

Estas provisiones deberían ser complementadas por regulaciones más específicas, orientadas a controlar los descalces de plazos y monedas (incluyendo aquellos asociados con operaciones con derivados), y a evitar la sobre-valoración del colateral generado por las burbujas en el precio de los activos. La prohibición estricta de los descalces de monedas en las carteras de los intermediarios financieros es la mejor regla en este caso. Como hemos visto, las autoridades deberían también monitorear de cerca el riesgo cambiario de las empresas no financieras que operan en los sectores no transables, que pueden eventualmente volverse riesgos crediticios para los bancos. Las regulaciones pueden ser usadas para establecer provisiones y/o una ponderación de riesgo más severas para estas operaciones, o una prohibición estricta de prestar en moneda extranjera a empresas no financieras que carecen de ingresos en esas monedas (es decir, no exportadoras).

Adicionalmente, la regulación prudencial necesita asegurar niveles adecuados de liquidez para los intermediarios financieros, de modo que puedan manejar el descalce entre el plazo promedio de activos y pasivos, que es inherente a la función esencial del sistema financiero de transformar plazos, y que genera riesgos asociados con la volatilidad de los depósitos y/o las tasas de interés. Esto subraya el hecho de que los problemas de liquidez y solvencia están más estrechamente interrelacionados de que lo que se supone tradicionalmente, particularmente frente a perturbaciones

macroeconómicas. Los encajes a los depósitos del sistema financiero, que son estrictamente un instrumento de política monetaria, proveen liquidez en muchos países, pero la menor importancia que tienen hoy en día hace necesario encontrar nuevas herramientas. Además, su estructura tradicional no está adaptada para el objetivo específico de asegurar la liquidez de los intermediarios financieros frente a los descalces de plazos en sus carteras que son inherentes a su función económica. El mejor sistema podría ser uno en el cual los requisitos de liquidez o los encajes son estimados sobre la base del plazo residual de los pasivos de las instituciones financieras, generando de esta manera un incentivo directo para que el sistema financiero mantenga una adecuada estructura de liquidez.

La valuación de los activos utilizados como colateral para préstamos también presenta problemas cuando estos activos exhiben volatilidad de precios porque, en muchos casos, los precios utilizados para avaluar el colateral pueden ser significativamente más altos que los precios que tienen dichos activos cuando es necesario hacer uso del colateral. Deberían adoptarse, por lo tanto, límites a los valores a precios de mercado que se aceptan como colateral durante los auges o reglas más generales para ajustar los valores del colateral frente a variaciones cíclicas de los precios.

En cualquier caso, debe hacerse énfasis en que todo enfoque regulatorio tiene límites y costos claros que no pueden ser pasados por alto. La regulación prudencial involucra algunas señales que no son de precios, y la supervisión prudencial está llena de problemas de información y es una actividad discrecional susceptible de abuso. La experiencia también sugiere que incluso los sistemas bien regulados en los países desarrollados están sujetos a episodios periódicos de euforia, cuando los riesgos son subestimados. La crisis de Argentina de comienzos de la década actual es un caso específico en el cual un sistema de regulación prudencial considerado como uno de los mejores en el mundo en desarrollo –y que funcionaba en el marco de un sector financiero caracterizado por la presencia en gran escala de bancos multinacionales– fue claramente incapaz de evitar que se materializaran los efectos de las perturbaciones

macroeconómicas sobre el sistema financiero nacional.

Además, muchas prácticas regulatorias orientadas a corregir las prácticas riesgosas por parte de los intermediarios financieros *desplazan* los riesgos subyacentes a los agentes no financieros, en lugar de eliminarlos. Esto puede generar riesgos crediticios indirectos. De esta manera, por ejemplo, las calificaciones de riesgo más bajas para crédito de corto plazo y los requisitos de liquidez reducen los riesgos bancarios directos, pero refuerzan el sesgo hacia el corto plazo en los préstamos. Los descálces de plazos se desplazan entonces hacia los agentes no financieros y pueden resultar en una menor inversión en capital fijo. Así mismo, las regulaciones prudenciales que prohíben a los bancos mantener descálces de monedas en sus carteras pueden alentar a los agentes no financieros a tomar préstamos directamente en el exterior. Los mayores diferenciales de tasas que suponen regulaciones prudenciales más estrictas generan un incentivo similar. Como hemos visto, los riesgos asumidos por las empresas que operan en los sectores no transables serán eventualmente trasladados al riesgo crediticio de las instituciones financieras nacionales, que son también sus acreedoras. Por lo tanto, en todos estos casos, la menor vulnerabilidad directa del sector financiero nacional tendrá, como corolario, descálces de plazos y monedas de agentes *no* financieros.

Manejo de los pasivos del sector público

En la mayoría de los países en desarrollo, el sector público enfrenta algunos de los descálces de plazos y monedas más severos. Sus inversiones son de largo plazo y, excepto en el caso de unas pocas empresas del sector público, produce bienes y servicios no transables. Más allá de eso, los problemas de riesgo moral son de suma importancia. De esta manera, se requieren límites legales y regulaciones específicos, en particular leyes de responsabilidad fiscal que establezcan reglas claras sobre montos y estructura de la deuda del sector público, mecanismos directos para controlar el endeudamiento en moneda extranjera, y reglas sobre plazos mínimos y diferenciales de tasas máximos a los cuales

las entidades del sector público pueden tomar prestado. El Ministerio de Hacienda o el Banco Central juegan el papel principal en estas áreas, estableciendo reglas que deberían ser aplicables no sólo al gobierno nacional central, sino también a las agencias y empresas autónomas del sector público y a los gobiernos sub-nacionales.

Varias crisis financieras han subrayado la importancia de la estructura de plazos de los pasivos *internos* del sector público. La razón básica para esto es la naturaleza altamente líquida de los títulos de deuda del sector público, lo que facilita la sustitución de activos y, de esta manera, la fuga de capitales. Así, cuando los requerimientos brutos de financiamiento son altos, la tasa de interés deberá aumentar para hacer más atractiva la rotación de la deuda pública. Las tasas de interés más altas incrementarán entonces el déficit fiscal, contribuyendo a la aceleración del endeudamiento. Adicionalmente, bajo ciertas condiciones del mercado, la rotación de los títulos de deuda pública que se vencen puede ser viable sólo si los riesgos de una devaluación o de futuros aumentos en la tasa de interés pueden ser transferidos al gobierno, generando fuentes adicionales de desestabilización. Este fue el caso que se presentó en la crisis mexicana de 1994 y la brasileña de 1999, cuando los bonos con tasa de interés fija fueron rápidamente reemplazados por títulos de tasa variable denominados en dólares. Por el contrario, dada la tradición de Colombia de emitir títulos de deuda pública con plazo mínimo de un año, no se observó una sustitución similar durante su crisis de 1998-99 (Ocampo, 2003a).

Aunque los descálces de moneda que caracterizan al sector público sugerirían tomar prestado exclusivamente en moneda nacional, hay dos razones por las cuales esta regla no debe seguirse estrictamente. La primera es de carácter macroeconómico: el sector público puede jugar un rol esencial en compensar el patrón altamente pro-cíclico de los flujos de capitales privados externos. Esto significa que, durante períodos de repentinos aumentos de los ingresos privados de capital, el sector público debería adoptar una política de pasivos orientada a sustituir pasivos externos por internos. En contraste, durante fases de reducidas entradas de capitales privados, el sector público puede

ser uno de los mejores oferentes netos de divisas, gracias a su acceso preferencial al crédito externo, incluyendo aquel de instituciones financieras multilaterales. Dicho endeudamiento puede también ayudar a mantener un mejor perfil de deuda y a evitar el endeudamiento privado en el exterior a tasas excesivamente altas durante las crisis.

La segunda razón se relaciona con la profundidad de los mercados nacionales de bonos, que determina la capacidad para emitir títulos de deuda de largo plazo. Este atributo incluye la existencia de mercados secundarios y agentes creadores de mercado que provean liquidez para estos títulos. En ausencia de estos prerrequisitos, el gobierno enfrenta una seria disyuntiva entre descalces de plazos y monedas. Puede entonces tener sentido optar por una combinación de deuda que incluya un importante componente de pasivos externos, a pesar del correspondiente descalce de moneda. En el largo plazo, el objetivo de las autoridades debería ser, en cualquier caso, profundizar los mercados de capitales nacionales. De hecho, debido a los menores niveles de riesgo y la mayor homogeneidad de los títulos que emite, el gobierno central desempeña una función vital en el desarrollo de mercados de bonos primarios y secundarios, y sirve como referencia para los instrumentos de deuda del sector privado.

A manera de conclusiones

La conclusión principal de este trabajo es que una visión amplia de estabilidad macroeconómica es esencial para el diseño de marcos macroeconómicos “sólidos”. Dicho marco necesariamente envuelve múltiples objetivos e importantes disyuntivas. Esto implica que, aunque un énfasis amplio en la sostenibilidad, incluyendo sostenibilidad externa, fiscal y del sector financiero, es correcto (FMI, 2004b), debería darse un énfasis igualmente importante a las dimensiones *contra-cíclicas* de las políticas macroeconómicas y financieras.

Administrar tales políticas *contra-cíclicas* no es una tarea fácil. Dadas las asimetrías existentes en el orden económico internacional, los mercados financieros generan fuertes efectos *pro-cíclicos* y fuertes incentivos a seguir reglas de política *pro-cíclicas* en el

mundo en desarrollo. Además, la globalización establece límites objetivos sobre la autonomía efectiva con que cuentan las autoridades macroeconómicas nacionales. En este contexto, según hemos visto, el auto-seguro es costoso y puede simplemente trasladar, más que corregir, los riesgos macroeconómicos y financieros subyacentes. Por esta razón, la cooperación internacional en el área de la política macroeconómica debería ser diseñada con el claro objetivo de superar estos incentivos y restricciones a la adopción de políticas *contra-cíclicas*.

Esto significa que, desde el punto de vista de los países en desarrollo, la primera función de las instituciones financieras internacionales es ayudar a compensar los efectos *pro-cíclicos* de los mercados financieros. Esto puede lograrse suavizando los ciclos de auge y caída, a través de regulación en la fuente de los flujos de capital, e incrementando los incentivos y grados de libertad con que cuentan los países en desarrollo para adoptar políticas *contra-cíclicas*. Esto debería ser realizado a través de la supervisión macroeconómica que provee el FMI y del diseño de incentivos adecuados para evitar la acumulación de condiciones macroeconómicas y financieras riesgosas durante períodos de euforia financiera. Debería estar acompañado, además, de un financiamiento suficiente y mecanismos apropiados de manejo y reestructuración de las deudas que eviten la dinámica explosiva de los coeficientes de endeudamiento que caracterizan los períodos de interrupciones súbitas del financiamiento externo. Como se sabe bien, los principales problemas en este frente son las débiles señales que proporciona la supervisión del FMI durante los períodos de euforia financiera, la ausencia de algunas líneas esenciales de préstamos multilaterales (como la facilidad de financiamiento contingente) y límites al uso de otras, asuntos que han sido objeto de debate recurrente en el Comité Monetario y Financiero Internacional en los últimos años, y la ausencia de un marco internacional consensuado para el manejo de los problemas de sobreendeudamiento. Un segundo objetivo, igualmente esencial, de la cooperación financiera internacional es contrarrestar la concentración de los préstamos,

proveyendo acceso a aquellos países y agentes que carecen de acceso a los mercados de capitales privados internacionales. Este es un problema persistente para algunos países en desarrollo (los más pobres) y cíclico en otros casos (las economías “emergentes”). Los préstamos deberían seguir, por lo tanto, un patrón contracíclico, no sólo en el caso del FMI (un hecho que es ampliamente reconocido), sino también de los bancos multilaterales de desarrollo¹⁴.

Los bancos de desarrollo también pueden ayudar a crear nuevos instrumentos financieros con un claro enfoque contra-cíclico. En particular, los fondos de contrapartida de los préstamos multilaterales pueden separarse temporalmente de los desembolsos de los recursos de los bancos para generar esos efectos. De esta manera, los gobiernos podrían de hecho “ahorrar” fondos de contrapartida en los bancos multilaterales durante los auges, para desembolsarlos, junto con los préstamos, durante las crisis. Este sería un instrumento particularmente efectivo para el financiamiento de las redes de protección social. Además, podría hacerse mayor uso de cláusulas de repago contingentes, de acuerdo con las cuales la amortización de préstamos se aceleraría o desaceleraría sobre la base de algunos indicadores de crecimiento del PIB, términos del intercambio o la disponibilidad de financiamiento externo privado. Los bancos de desarrollo también podrían jugar un papel como “creadores de mercado” para los nuevos instrumentos del sector privado que reducen los riesgos de los países en desarrollo, tales como bonos cuyo servicio (costo o amortizaciones) está ligado al comportamiento del PIB o a los precios de las materias primas.

Esto tiene dos implicaciones interesantes para el análisis de las asimetrías en los mercados financieros que subyacen los riesgos pro-cíclicos que enfrentan los países en desarrollo. La primera está relacionada al “pecado original”. Aunque es posible pensar en fondos privados que, al diversificar el riesgo entre un gran número de monedas, pueden prestar en las monedas de los países en desarrollo (Dodd y Spiegel, 2004),

dichos fondos no se han desarrollado de un modo significativo. De esta manera, su promoción por los bancos multilaterales de desarrollo, así como préstamos directos de estas instituciones en las monedas de los países en desarrollo, ofrecen un camino parcial de “redención”. Si los bancos multilaterales de desarrollo quieren cubrir los riesgos cambiarios, pueden jugar un papel importante en el desarrollo de mercados de títulos de largo plazo denominados en las monedas de los países en desarrollo; algunos ya han empezado a jugar este papel. La segunda implicación está cercanamente relacionada. El análisis que se presenta en este trabajo indica que no hay un sustituto para préstamos de largo plazo en las monedas nacionales de los países en desarrollo. El desarrollo de mercados financieros nacionales profundos en las monedas de los países en desarrollo debería ser, por lo tanto, el foco de atención de las instituciones financieras internacionales. Un corolario esencial de esta afirmación es que *revertir* (y, obviamente, evitar nuevos casos de) la dolarización/euroización debería ser un elemento de ese apoyo.

La variedad de instrumentos macroeconómicos de los países en desarrollo debe ser preservada e incluso mejorada. Esto significa que los países en desarrollo deberían mantener la autonomía para imponer regulaciones de la cuenta de capitales, y de esta manera, libertad para reimponer controles si lo consideran útil. También significa que las herramientas para el manejo de los ciclos financieros deberían ser mejoradas. Desde la crisis asiática, esto ha sido, por supuesto, una pieza central del Programa para la Evaluación del Sector Financiero del FMI/Banco Mundial, como también de sus actividades de asistencia técnica. No obstante, este trabajo muestra que debería darse mucho más énfasis a las provisiones prospectivas y otras herramientas contra-cíclicas de regulación prudencial, que no han recibido atención adecuada. De hecho, la experiencia y el análisis (incluyendo recientes debates sobre Basilea II) indican que los instrumentos regulatorios tradicionales pueden aumentar, más que reducir la pro-ciclicalidad de los sistemas financieros.

14- Para un análisis de algunos de estos temas, véase Griffith-Jones y Ocampo (2003).

Finalmente, este trabajo también sugiere que, dados los múltiples objetivos y disyuntivas que enfrentan las autoridades macroeconómicas, las soluciones específicas se deben definir de acuerdo a las condiciones que caracterizan a cada país. Esto significa, no sólo que las soluciones uniformes son enteramente inadecuadas, sino también, y de manera muy importante, que el principio de “pertenencia” (*ownership*) de las políticas macroeconómicas por parte de los países en desarrollo debería ser estrictamente respetado.

Referencias

- Ariyoshi, Akira, Karl Habermeier, Bernard Laurens, Inci Ötker-Robe, Jorge Iván Canales-Kriljenko, y Andrei Kirilenko (2000). “Capital Controls: Country Experiences with Their Use and Liberalization”. Occasional Paper No. 190, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Banco de Pagos Internacionales (2001). *71st Annual Report*. Junio, Banco de Pagos Internacionales, Basilea.
- Bordo, Michael, Barry Eichengreen, Daniela Klingebiel y María Soledad Martínez-Peria (2001). “Is the Crisis Problem Growing More Severe?”. *Economic Policy* 32, Abril: 51-82.
- Borio, Claudio, Craig Furfine y Philip Lowe (2001). “Pro-cyclicality of the Financial System and Financial Stability: Issues and Policy Options”. En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*. BIS Paper No. 1, Marzo, Banco de Pagos Internacionales, Basilea: 1-57.
- Braga de Macedo, Jorge, Daniel Cohen y Helmut Reisen (eds) (2001). “Monetary Integration for Sustained Convergence: Earning Rather than Importing Credibility”. En Jorge Braga de Macedo y otros (eds). *Don't Fix, Don't Float*. OECD Development Centre Studies, París: 11-53.
- Calvo, Guillermo (2001). “The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance”. En Jorge Braga de Macedo y otros (eds). *Don't Fix, Don't Float*. OECD Development Centre Studies, París: 77-84.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman, y Carmen Reinhart (1993). “Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors”. *IMF Staff Papers* 40, Marzo: 108-151.
- Calvo, Guillermo, y Ernesto Talvi (2004). “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse: A View from the Latin American Frontlines”. Trabajo presentado en el Foro Universal de las Culturas, Barcelona, Septiembre.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2000). *Equidad, desarrollo y ciudadanía*. Alfaomega y CEPAL, Bogotá.
- CEPAL (1998). *El pacto fiscal*. Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago.
- Clerc, Laurent, Françoise Drumetz y Oliver Jaudoin (2001). “To What Extent are Prudential and Accounting Arrangements Pro- or Countercyclical with Respect to Overall Financial Conditions?”. En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*. BIS Papers No. 1, Marzo, Banco de Pagos Internacionales, Basilea: 197-210.
- Davis, Jeffrey, Rolando Ossowski, James A. Daniel y Steven Barnett (2003). “Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications”. En Jeffrey Davis, Rolando Ossowski y Annalisa Fedelino (eds). *Fiscal Policy Formulation and Implementation in Oil-Producing Countries*. Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., Capítulo 11.
- De Gregorio, José, Sebastián Edwards y Rodrigo Valdés (2000). “Controls on Capital Inflows: Do They Work?”. *Journal of Development Economics* 63 (1), Octubre: 59-83.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (1988). *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays*. Andrés Velasco (ed.). Basil Blackwell, Oxford.
- Dodd, Randall, y Shari Spiegel (2004). “Up From Sin: A Portfolio Approach to Salvation”. Paper prepared for the XVIII Technical Group Meeting of the Group of 24, Ginebra, Marzo.
- Easterly, William (2001). *The Elusive Quest for Growth*. MIT Press, Cambridge.
- Easterly, William, Roumeen Islam y Joseph E. Stiglitz (2001). “Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility”. En Boris Pleskovic y Nicholas Stern (eds). *Annual Bank Conference on Development Economics 2000*. Banco Mundial, Washington, D.C.: 191-211.
- Easterly, William, y Luis Servén (eds) (2003). *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*. Stanford University Press, Palo Alto, y Banco Mundial, Washington, D.C.
- Eichengreen, Barry, Ricardo Hausman y Ugo Panizza (2003). “Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why they matter”. NBER Working Paper 10036, Octubre, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.
- Epstein, Gerald, Ilene Gabel y K.S. Jomo (2003). “Capital Management Techniques in Developing Countries”. En Ariel Buira (ed.). *Challenges to the Banco Mundial and the IMF: Developing Country Perspectives*. Anthem Press, Londres: Capítulo 6.
- Epstein, Gerald, Ilene Gabel y K.S. Jomo (2004). “Capital Management Techniques in Developing Countries: Managing Outflows in Malaysia, India and China”. Initiative for Policy Dialogue, Columbia University.
- Fernández de Lis, Santiago, Jorge Martínez y Jesús Saurina (2001). “Credit Growth, Problem Loans and Credit Risk Provisioning in Spain”. En *Marrying the Macro- and Micro-Prudential Dimensions of Financial Stability*. BIS Paper No. 1, Marzo, Banco de Pagos Internacionales, Basilea: 310-30.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2001). *Financial Crises in ‘Successful’ Emerging Economies*. Brookings Institution Press, Washington, D.C., y CEPAL, Santiago.
- Ffrench-Davis, Ricardo, y Guillermo Larraín (2003). “How Optimal are the Extremes? Latin American Exchange Rate Policies during the Asian Crisis”. En Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds). *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. Palgrave Macmillan, Londres: 245-68.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1998). *World Economic Outlook, 1998 – Financial Crises: Characteristics and Indicators of Vulnerability*. Mayo, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- FMI (2003). *Fiscal Adjustment in IMF-Supported Programs*. Oficina de Evaluación Independiente, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- FMI (2004a). “Public Investment and Fiscal Policy”. Documento presentado a la Junta Directiva, Marzo 12, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- FMI (2004b). “Assessing Sustainability”. Documento presentado a la Junta Directiva, 28 de Mayo, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.
- Frankel, Jeffrey (1999). *No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*. Essays in International Finance No. 215, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, Princeton, NJ.
- Frenkel, Roberto (2005). “Deuda externa, crecimiento y sostenibilidad”. En José Antonio Ocampo (ed.). *Más allá de las reformas: Dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*. Alfaomega, Bogotá, y CEPAL, Santiago, Capítulo 7.
- Frenkel, Roberto (2004). “Real Exchange Rate and Employment in Argentina, Brazil, Chile and Mexico”. Trabajo preparado para el Grupo de los 24, Washington, D.C., Septiembre.

- Griffith-Jones, Stephany, y Avinash Persaud, con Stephen Spratt and Miguel Segoviano (2003). "The Pro-cyclical Impact of Basel II on Emerging Markets and its Political Economy". Trabajo preparado para la Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago.
- Griffith-Jones, Stephany, y José Antonio Ocampo (2003). *What Progress on International Financial Reform? Why So Limited?* Almqvist & Wiksell International, Stockholm, for Expert Group on Development Issues (EGDI).
- Hausmann, Ricardo (2000). "Exchange Rate Arrangements for the New Architecture". En *Global Finance from a Latin American Viewpoint*. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), y Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE), París: 81-94.
- Hausmann, Ricardo, y Ugo Panizza (2003). "On the Determinants of Original Sin: An Empirical Investigation". *Journal of International Money and Finance* 22: 957-90.
- Heymann, Daniel (2000). "Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política". *Revista de la CEPAL* 70, Santiago.
- Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh (2004). "When It Rains, It Tours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies". NBER Working Paper No. 10780, Septiembre, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.
- Kaplan, Ethan y Dani Rodrik (2001). "Did the Malaysian Capital Controls Work?". NBER Working Paper No. 8142, Febrero, National Bureau for Economic Research, Cambridge, MA.
- Krugman, Paul (1990). *Rethinking International Trade*. MIT Press, Cambridge.
- Krugman, Paul, y Lance Taylor (1978). "Contractionary effects of devaluations". *Journal of International Economics* 8: 445-56.
- Larraín, Felipe, Raúl Labán y Rómulo Chumacero (2000). "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile". En Felipe Larraín (ed.). *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises: Latin America in the 1990s*. University of Michigan Press, Ann Arbor: 61-82.
- Marfán, Manuel (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*. Alfaomega, Bogotá, y CEPAL, Santiago, Capítulo 6.
- Martner, Ricardo, y Varinia Tromben (2003). "Tax Reforms and Fiscal Stabilization in Latin America". En *Tax Policy, Public Finance Workshop Proceedings, Banca d'Italia Research Department*, Roma: 140-71.
- Minsky, Hyman P. (1982). *Can "It" Happen Again?: Essays on Instability and Finance*. M.E. Sharpe, Armonk, NY.
- Nayyar, Deepak (2002). "Capital Controls and the World Financial Authority – What Can We Learn from the Indian Experience?". En John Eatwell y Lance Taylor (eds). *International Capital Markets - Systems in Transition*. Oxford University Press, Nueva York: 99-126.
- Ocampo, José Antonio (2003a). "Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulation in Developing Countries". En Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds). *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. Palgrave Macmillan, Londres: 217-44.
- Ocampo, José Antonio (2003b). "International Asymmetries and the Design of the International Financial System". En Albert Berry (ed.). *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*. Transaction Publishers, New Brunswick, NJ: 45-74.
- Ocampo, José Antonio (2002). "Developing Countries' Anti-Cyclical Policies in a Globalized World". En Amitava Dutt y Jaime Ros (eds). *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*. Edward Elgar, Aldershot, UK: 374-405.
- Ocampo, José Antonio, y Juan Martín (2003). *Globalización y Desarrollo*. Alfaomega, Bogotá, y CEPAL, Santiago.
- Ocampo, José Antonio, y Gabriel Palma (2004). "Dealing with Volatile External Finances at Source: The Role of Preventive Capital Account Regulations". Initiative for Policy Dialogue, Columbia University, Nueva York.
- Palma, Gabriel (2002). "The Three Routes to Financial Crises: The Need for Capital Controls". En John Eatwell y Lance Taylor (eds). *International Capital Markets – Systems in Transition*. Oxford University Press, Nueva York: 297-338.
- Persaud, Avinash (2000). *Sending the Herd off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction between Herding and Market-sensitive Risk Management Practices*. State Street Bank, Londres.
- Poveda, Raimundo (2000). *La Reforma del Sistema de Provisiones de Insolvencia*. Banco de España, Madrid.
- Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, y M. Ayhan Kose (2003). "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence". IMF Occasional Paper 220, Fondo Monetario Internacional, Washington D.C.
- Rajaraman, Indira (2001). "Management of the Capital Account: A Study of India and Malaysia". National Institute of Public Finance and Policy, New Delhi, Marzo.
- Reddy, Y.V. (2001). "Operationalising Capital Account Liberalisation: The Indian Experience". *Development Policy Review* 19 (1), Marzo: 83-99.
- Reinhart, Carmen M. y Kenneth Rogoff (2004). "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation". *Quarterly Journal of Economics* 119 (1), Febrero: 1-48.
- Reisen, Helmut (2003). "Ratings since the Asian Crisis". En Ricardo Ffrench-Davis and Stephany Griffith-Jones (eds). *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. Palgrave Macmillan, Londres: 119-138.
- Rodrik, Dani, y Andrés Velasco (2000). "Short-Term Capital Flows". En *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. Banco Mundial, Washington, D.C.: 59-90.
- Rojas-Suárez, Liliana (2004). "Domestic Financial Regulations in Developing Countries: Can They Effectively Limit the Impact of Capital Account Volatility". Working Paper 01-6, Initiative for Policy Dialogue, Columbia University.
- Stiglitz, J. E. (2003). "Whither Reform? Toward a New Agenda for Latin America". *CEPAL Review*, 80: 7-38.
- Stiglitz, J. E., y Amar Bhattacharya (2000). "The Underpinnings of a Stable and Equitable Global Financial System: From Old Debates to a New Paradigm". En *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. Banco Mundial, Washington, D.C.: 91-130.
- Svensson, Lars E. O. (2000). "Open-economy Inflation Targeting". *Journal of International Economics* 50: 155-83.
- Taylor, Lance (1998). "Capital Market Crises: Liberalisation, Fixed Exchange Rates and Market-Driven Destabilisation". *Cambridge Journal of Economics* 22 (6), Noviembre: 663-76.
- United Nations (2003). *World Economic and Social Survey 2003*. Naciones Unidas, Nueva York.
- Van Wijnbergen, Sweder (1984). "The Dutch disease: a disease after all?". *Economic Journal* 94: 41-55.
- Velasco, Andrés (2000). *Exchange-Rate Policies for Developing Countries: What Have We Learned? What Do We Still Not Know?*. Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), Ginebra, y Center for International Development, Harvard University, Cambridge, MA.
- Villar, Leonardo, y Hernán Rincón (2003). "The Colombian Economy in the Nineties: Capital Flows and Foreign Exchange Regimes". En Albert Berry (ed.). *Critical Issues in Financial Reform: A View from the South*. Transaction Publishers, New Brunswick, NJ: 353-82.
- Williamson, John (2000). "Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option". *Policy Analyses in International Economics* 60. Institute for International Economics, Washington, D.C.