

Políticas económicas, desarrollo nacional y crisis financieras

Ricardo Ffrench-Davis*

En los últimos años se han registrado crisis de una "nueva" variedad en Asia y América Latina, asociadas a la volatilidad de los flujos de capitales privados, a diferencia de la crisis de la deuda, donde los déficits públicos jugaron un papel preponderante (con la excepción de Chile). Un hecho notable es que las crisis se han producido en muchos casos en economías emergentes, consideradas muy exitosas y bien calificadas por las agencias calificadoras de riesgos. Es el caso de México en 1994-1995 y de Corea y otros países de Asia del Este en 1997-1998, por citar algunos ejemplos. Incluso Argentina fue un país elogiado reiteradamente por parte de los mercados y los organismos multilaterales hasta 1997.

Este artículo revisa las explicaciones de esta aparente paradoja y el papel de las políticas nacionales en la prevención y manejo de las crisis. En la sección 1 se analiza la interacción entre oferta y demanda de fondos financieros, destacando especialmente sus efectos procíclicos. Se enfatiza que estos se desarrollan mediante procesos, en lugar de cambios abruptos y de un solo golpe, los procesos son liderados por agentes que operan basados en consideraciones cortoplacistas, y hay diferencias sustanciales entre los precios relativos de las economías emergentes y los de las más desarrolladas —que naturalmente serán persistentes por un largo plazo. Todos estos rasgos explican en gran medida los flujos de fondos y sus efectos macroeconómicos. La sección 2 se concentra en el impacto macroeconómico de los flujos de capitales, así como en su interrelación con las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, y sus efectos sobre la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos. Se resaltan las ventajas de actuar preventivamente durante el auge y se revisan los efectos de distintas combinaciones de políticas en el evento de una crisis. En la sección 3 se resumen algunas implicaciones de política.

Interacción entre oferta y demanda de fondos

El aumento espectacular de las corrientes financieras internacionales en los últimos años ha sido más diversificado que durante el auge de los años setenta. Sin embargo, la situación es ahora potencialmente más inestable, ya que la tendencia ha sido pasar del crédito bancario de largo plazo, predominante en los años setenta, a los flujos de cartera, los préstamos bancarios de corto y mediano plazo, los depósitos a plazos cortos y las adquisiciones de empresas por inversionistas extranjeros. De hecho, una proporción muy alta de la nueva oferta de financiamiento se caracteriza por ser de corto plazo o líquida,

* Asesor regional principal de la CEPAL.

y poco asociada directamente a la inversión productiva. Así, paradójicamente, se ha producido una *diversificación hacia una mayor volatilidad de las fuentes de financiamiento* en los años noventa y menor complementariedad con la formación de capital productivo. No obstante que la situación acusó una relativa mejoría con posterioridad a la crisis del “Tequila”, caracterizada por un aumento de la inversión extranjera directa (IED),¹ se observó una proporción aún significativa de flujos volátiles.²

Sobre la base de los mercados para los *bonos Brady* a finales de los años ochenta, en la década siguiente se consolidó un amplio mercado líquido para las inversiones de cartera, siendo América Latina el principal destino del financiamiento por la vía de bonos y acciones; este mercado ofrecía expectativas de una alta rentabilidad durante las fases ascendentes de los dos ciclos registrados en la década de 1990, en 1991-1994 y 1995-1997.³

Por su parte, los países de Asia Oriental y Sudoriental recién comenzaron a aventurarse en las *zonas de vulnerabilidad* macroeconómica para la economía nacional durante la primera mitad de los noventa;⁴ estas incluyen cierta combinación de elevados pasivos externos con una gran proporción líquida o de corto plazo, un considerable déficit externo, un tipo de cambio apreciado, un alto cociente precio/utilidad en las bolsas, bajas tasas de inversión interna y desplazamientos del ahorro interno (fenómeno especialmente fuerte en los países latinoamericanos), descalce de madurez en las hojas de balance de los intermediarios financieros nacionales (que, en Asia Oriental, representó un problema más severo que el aumento del endeudamiento neto, según Krugman.⁵

En consecuencia, a diferencia de lo ocurrido durante la crisis de la deuda de los años ochenta y la crisis del tequila de 1995 (de las cuales Asia oriental salió inmune) hacia la segunda mitad de la década, ambas regiones entraron en *zonas de vulnerabilidad*. En suma, el resultado es una economía cada vez más sensible a los acontecimientos económicos o políticos adversos.⁶ Mientras más tiempo y más profundamente se permanezca en esas zonas, más severa es la *trampa financierista*⁷ en la que caen las autoridades, y menores son las probabilidades de salir de ella sin sufrir una crisis y pagar costos sociales y económicos durante períodos prolongados.

Hacia finales de la segunda fase de expansión (de 1997), varias economías, tanto de Asia como de América Latina, habían ingresado profundamente en *zonas de vulnerabilidad*, lo que se tradujo en profundas crisis en ambas regiones cuando el ánimo del mercado financiero externo cambió, primero con respecto al Asia oriental y luego con respecto a América Latina.

Una de las principales características de los movimientos de capital del último cuarto de siglo es la sobre-reacción en ambos extremos del ciclo. Ha habido contagio, tanto de optimismo como de pesimismo. Este último hoy alimenta la idea de que la escasez del mercado hacia las economías emergentes es permanente. Yo trabajo sobre la hipótesis de que tal escasez aunque ha sido prolongada es temporal, y que el escenario financiero tenderá a generar un nuevo auge y una consiguiente crisis, y así sucesivamente, a menos que se apliquen reformas nacionales e internacionales en las políticas e instituciones.⁸

En la literatura se destacan, como fuentes de inestabilidad financiera, la asimetría de información entre los acreedores y los deudores y la falta de una adecuada internalización de las externalidades negativas que genera cada agente sobre los demás (por la creciente vulnerabilidad) que explican los ciclos de abundancia y escasez del financiamiento externo.⁹ Además, como señala Ocampo, las finanzas tienen que ver con el futuro, y evidentemente no se dispone de “información” concreta sobre el futuro. Según dicho autor, la tendencia a considerar las opiniones y expectativas como sinónimos de “información” contribuye al comportamiento de rebaño, al contagio transfronterizo y a los equilibrios múltiples.

Es de vital importancia reconocer dos características adicionales por el lado de los acreedores. Una es la *naturaleza específica de los agentes* que predominan en el lado de la oferta. Hay asimetrías en el comportamiento y en los objetivos de los diferentes agentes económicos. Los agentes que predominan en los mercados financieros se especializan en inversiones líquidas de corto plazo, y son altamente sensibles a los cambios de las variables que afectan los retornos en el corto plazo.¹⁰ De hecho, los horizontes de corto plazo constituyen un rasgo sobresaliente de los ciclos de auge y caída de los años noventa. La segunda característica es la difusión gradual de la información sobre las oportunidades de inversión; los agentes de los distintos segmentos del mercado financiero se incorporan paulatinamente a las operaciones internacionales, a medida que se dan cuenta de las posibilidades de ganancia que ofrecen las economías emergentes. Así se explica por qué, por el lado de la oferta, los auges de capital en las economías emergentes —que se produjeron en 1977-1981, 1991-1994 y 1995-1997— fueron *procesos* que duraron varios años y no se trató de un cambio abrupto, por una sola vez, de la oferta.

Por el lado del mercado interno, los países de América Latina representaban economías que venían saliendo de contextos recesivos, con mercados accionarios y de bienes raíces deprimidos, así como con altas tasas de interés y tipos de cambio inicialmente depreciados; con todo, ellos ofrecían expectativas de altas tasas de rentabilidad para los flujos de capitales. En efecto,

a comienzos del decenio de 1990 los precios de las acciones y de los bienes raíces estaban muy deprimidos en América Latina. Se produjeron así ganancias de capital que promediaron 300% (en dólares corrientes) en las bolsas de valores latinoamericanas entre finales de 1990 y septiembre de 1994 (véase el cuadro 1), con cocientes precio/utilidad que subían rápidamente. Tras una fuerte caída de los precios —de más del 40 %— durante la crisis del tequila, que contagiò a todas las bolsas de valores de la región, los precios medios casi se duplicaron entre marzo de 1995 y julio de 1997, empujados directamente por las entradas de cartera.

El caso de Asia Oriental fue muy diferente en un aspecto. La diferencia es que las economías de Asia oriental estaban experimentando un vigoroso crecimiento, con una alta tasa de formación de capital, financiada por el ahorro interno. En cambio, hay varias similitudes que queremos destacar. Cuando Asia Oriental abrió sus cuentas de capitales a principios de los años noventa, la oferta internacional de fondos estaba en auge; además, las acciones estaban baratas (exhibían un bajo cociente precio/utilidad) en comparación con los países ricos en capital y su endeudamiento externo era extremadamente reducido.

El resultado natural de cualquier economía emergente que abre abruptamente su cuenta de capitales debería ser similar al registrado en América Latina. En efecto, dado que la rentabilidad tenderá a ser mayor en los sectores productivos de las economías emergentes (las que se caracterizan por la escasez de capital, en contraste con los mercados maduros con abundancia de capital productivo), habrá espacio para flujos de capital altamente rentables hacia ellas desde las economías desarrolladas. El resultado previsto, de hecho, también se registró en el caso de Asia oriental, cuyos valores bursátiles se duplicaron entre 1992 y 1994, en el período de apertura financiera de varias economías de esa región.

En lo que se refiere a las tasas internas de interés, sobre todo en los países latinoamericanos, al inicio de cada episodio tendieron a ser altas, reflejando la restricción externa dominante (RED) que afectaba a diversos países en los períodos de escasez de entrada de capitales, las políticas monetarias restrictivas vigentes y el sesgo cortoplacista que caracterizó a las reformas financieras aplicadas en América Latina ¹¹. Por último, en una lista no exhaustiva, la mayor oferta de financiamiento externo en los años noventa se tradujo en un proceso de apreciación del tipo de cambio en la mayoría de los países latinoamericanos así como, de manera más moderada, en Asia Oriental; la expectativa de mayor apreciación estimuló, a su vez, la afluencia de capitales adicionales por parte de los agentes financieros que operaban con horizontes de vencimiento dentro de los límites de la apreciación esperada de la moneda nacional.

Cuadro I
América Latina y Asia del Este: Precios de Acciones. 1990-2002

	Dic.-90	Sep.-92	Sep.-94	Mar.-95	Jul.-97	Ago.-98	Mar.-00	Sep.-01	Mar.-02	Jun.-02
A. América Latina (7)	21,7	44,6	92,5	52,3	100	47,2	88,3	34,8	71,8	60,8
Argentina	13,4	46,9	78,2	53,5	100,0	53,4	90,3	37,8	23,5	13,5
Brasil	8,0	22,1	71,8	42,8	100,0	44,4	76,9	39,0	54,6	44,6
Chile	24,5	51,4	93,1	89,4	100,0	48,0	78,4	54,2	61,8	56,4
Colombia	16,6	65,0	113,1	96,3	100,0	49,9	41,2	29,0	31,2	33,3
México	38,6	72,7	132,1	45,9	100,0	49,7	118,5	83,3	116,2	98,7
Perú	n.a.	n.a.	72,9	56,4	100,0	57,3	67,7	54,1	60,2	57,6
Venezuela	84,9	82,2	50,8	37,9	100,0	26,2	36,2	46,3	31,7	27,3
B. Asia del Este (6)	n.a.	49,9	110,0	97,9	100,0	37,0	107,9	45,1	77,0	73,9
Indonesia	n.a.	53,7	84,2	71,6	100,0	11,1	27,6	13,7	17,3	22,0
Corea	n.a.	87,6	187,2	161,9	100,0	30,2	120,1	54,9	109,6	11,9
Malasia	n.a.	63,7	119,0	103,5	100,0	47,6	99,1	31,6	55,5	48,8
Filipinas	n.a.	67,1	134,6	108,6	100,0	30,4	47,9	25,5	30,9	27,7
Taiwán	n.a.	37,1	80,9	73,5	100,0	47,6	99,1	31,6	55,5	48,8
Tailandia	n.a.	133,9	279,8	236,3	100,0	19,0	48,0	25,2	36,1	42,2

Fuente: Basado en IFC/Standard & Poor's, *Emerging Stock Market Review*, varios números. Los promedios del Este asiático y de América Latina fueron ponderados por el volumen de transacciones. Los valores corresponden al fin de cada período, expresados en dólares corrientes de EEUU; se excluyen los dividendos distribuidos. Las fechas seleccionadas corresponden a máximos y mínimos para el promedio de América Latina.

El incremento del volumen de financiamiento externo disponible en tres episodios (1977-1981; 1991-1994 y 1995-1997) generó a su vez una demanda creciente por acceder a él, alimentada por políticas internas procíclicas (a menudo pasivas). Los países receptores que adoptaban oficialmente tales políticas procíclicas, o que asumían una actitud pasiva, registraban así una creciente revaluación cambiaria, un auge del crédito interno y grandes déficits en la cuenta corriente, que se financiaban en alta proporción con flujos de capital líquido y de corto plazo. En consecuencia, tendían a volverse cada vez más vulnerables a los cambios de ánimo de sus acreedores externos. Los ejemplos más conspicuos son el de México en 1991-1994¹² y el de Argentina después de la crisis asiática. Dada la gran cantidad de activos financieros colocados en la región, los acreedores se tornaron más sensibles ante cualquier “mala noticia”. Esta sensibilidad aumentaba fuertemente con el volumen de los pasivos netos de corto plazo.¹³

En suma, la interacción entre ambas series de factores —*la naturaleza de los agentes y un proceso de ajuste*— explica la dinámica de los movimientos de capital financiero. Cuando los acreedores *descubren* un mercado emergente, comienzan sus operaciones sin exposición acreedora previa. Entonces generan una serie de flujos consecutivos, que se acumulan haciendo aumentar rápidamente el *stock* de sus activos en el mercado emergente. La sensibilidad de los acreedores ante las malas noticias en algún momento tiende a aumentar, súbita y notablemente, al percibir el mayor volumen de sus activos financieros en el país (o región) y el grado de dependencia del deudor de flujos adicionales; el grado se relaciona con la magnitud del déficit en cuenta corriente, el refinanciamiento de las obligaciones que van venciendo y la cantidad de pasivos liquidos que pueden salir del país en caso de crisis. De manera que no debiera resultar sorprendente que, después de un alza importante en el precio de los activos y apreciaciones cambiarias pronunciadas asociadas al aumento del volumen de los pasivos externos, crezca exponencialmente la probabilidad de una reversión en las expectativas sobre su evolución futura.

La acumulación de *stocks* y el posterior cambio de signo de los flujos financieros, pueden ser considerados respuestas *racionales* de cada operador individual, dado el horizonte de corto plazo que caracteriza a los principales agentes por el lado de la oferta. Esto se explica por el hecho de que los inversionistas con horizontes cortos no se preocupan del mejoramiento o empeoramiento de los indicadores fundamentales de largo plazo a medida que continúan ingresando capitales. Lo que les importa principalmente es que los indicadores cruciales desde su punto de vista —bienes raíces, precios de bonos y acciones, y tipos de cambio— sigan rindiéndoles utilidades en el corto plazo y, obviamente, que la liquidez de los mercados

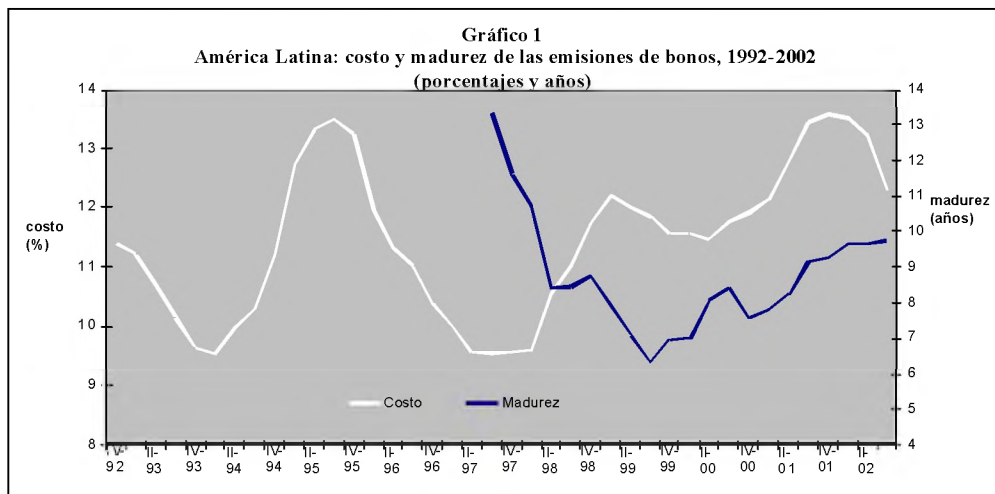
les permita retirarse oportunamente; siendo así, seguirán invirtiendo su dinero hasta que parezca inminente un vuelco en la coyuntura. De este modo, para los operadores financieros más influyentes, las variables que más importan no se relacionan con los indicadores fundamentales de largo plazo sino con la utilidad inmediata. Así se explica que puedan cambiar radicalmente de opinión de un día para el otro sobre la situación económica de un país cuyos parámetros fundamentales, salvo por su liquidez en moneda extranjera, siguen casi inalterados durante la transición de un sobreoptimismo a un sobrepesimismo.

Naturalmente, cuando los mercados de deudores se han ajustado “lo suficiente” a la baja, tiende a producirse el proceso inverso, que puede prolongarse, como ocurrió en 1991-1994 o 1995-1997 o ser breve como en 1999-2000.¹⁴

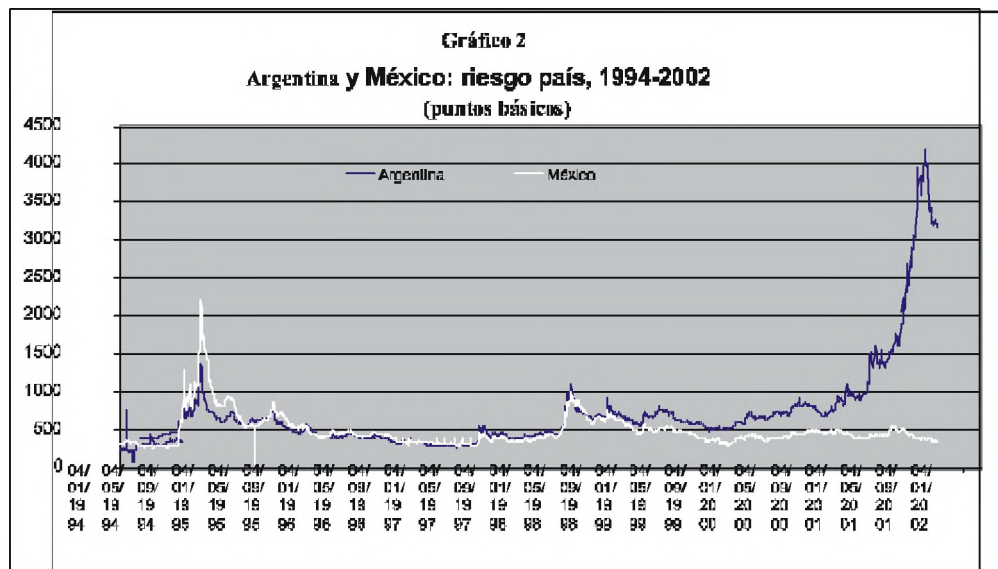
No es casualidad que, durante los tres períodos de auge más significativos del último cuarto de siglo, siguieron cayendo los *spreads* de los préstamos mientras que el volumen de pasivos externos subía rápidamente: durante cinco a seis años en el decenio de 1970; cuatro años antes de la crisis del tequila, y un par de años después de esa crisis (véase el gráfico 1). Esto implica, durante la etapa expansiva del ciclo, la existencia de una especie de curva de oferta de mediano plazo de inclinación negativa, lo que ciertamente tiende a ser una característica altamente desestabilizadora. En este sentido, es interesante observar el paralelo evidente entre los *spreads* de México (hoy alabado por ser un buen reformador en los años noventa) y Argentina (actualmente considerado un país no reformador en los años noventa) (véase el gráfico 2). Aparentemente, los acreedores no percibieron una diferencia significativa entre estas dos economías hasta 1999.

Un hecho particularmente pertinente es que, como se argumenta en Ffrench-Davis,¹⁵ los agentes económicos especializados en la asignación de fondos financieros (que llamaré microfinanzas en oposición a macrofinanzas), que podrán ser muy competentes en su labor específica, pero que operan con horizontes cortos “por entrenamiento e incentivos”, han llegado a determinar la coyuntura macroeconómica y el diseño de las políticas en las economías emergentes. No es raro que esto se traduzca en desequilibrios macroeconómicos insostenibles y macroprecios “erróneos” o desalineados. En el gráfico 3 observamos una notable inestabilidad del crecimiento del PIB para el total de América Latina; obviamente, las cifras para cada uno de los países tienden a ser aún más inestables. Según los datos, se aprecia que los cambios en el PIB fueron liderados por los vaivenes de la demanda agregada. Los cambios de la demanda fueron más fuertes en el gasto privado, asociados a la evolución de las entradas netas de capital.

La inestabilidad macroeconómica real resultante genera un entorno negativo para la inversión productiva. Se trata de una variable poderosa a la que pueden atribuirse



Fuente: CEPAL, Banco Mundial y FMI. Años móviles.
El costo total es igual al costo de bonos del Tesoro de EEUU de largo plazo más un *spread* por riesgo país.



Fuente: JP Morgan. Aquí, el riesgo país se mide como a la diferencia de la tasa de interés cobrada en los mercados internacionales al país analizado con respecto a la de Estados Unidos.

los magros logros de la inversión en los años noventa, cuando superaron por menos de un punto porcentual del PIB el promedio de los años ochenta (19 %), pero permanecieron cinco puntos por debajo de la cifra correspondiente a los años setenta (véase el gráfico 4). Esta es una variable significativa en la explicación de por qué el crecimiento del PIB fue de 5,6 % en la década de 1970 y apenas 2,4 % en 1990-2002 (véase el cuadro 2).

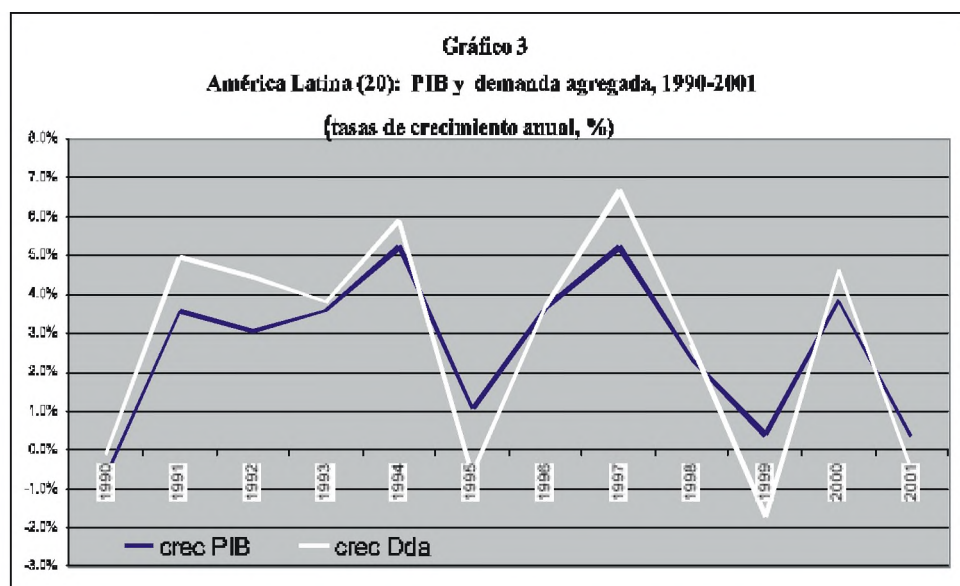
Tabla II
A América Latina

	1971-80	1981-89	1990	1991-94	1995	1996-97	1998-02 ^a	1998-02 ^a
América Latina (19)	5,6	1,3	-0,6	4,1	1,1	4,5	1,2	2,4
Argentina	2,8	-0,7	-2,0	8,0	-2,9	6,7	-3,3	1,7
Brasil	8,6	2,3	-4,6	2,8	4,2	2,8	1,7	1,9
Chile	2,5	3,0	3,3	7,5	9,0	6,8	2,3	5,2
Colombia	5,4	3,7	3,2	3,9	4,9	2,6	0,4	2,4
México	6,7	1,5	5,1	3,5	-6,2	6,1	3,2	3,1
Perú	3,9	-0,7	-5,4	5,1	8,6	4,6	1,6	3,0
Venezuela	1,8	-1,5	5,5	3,2	5,9	3,4	-1,2	1,9

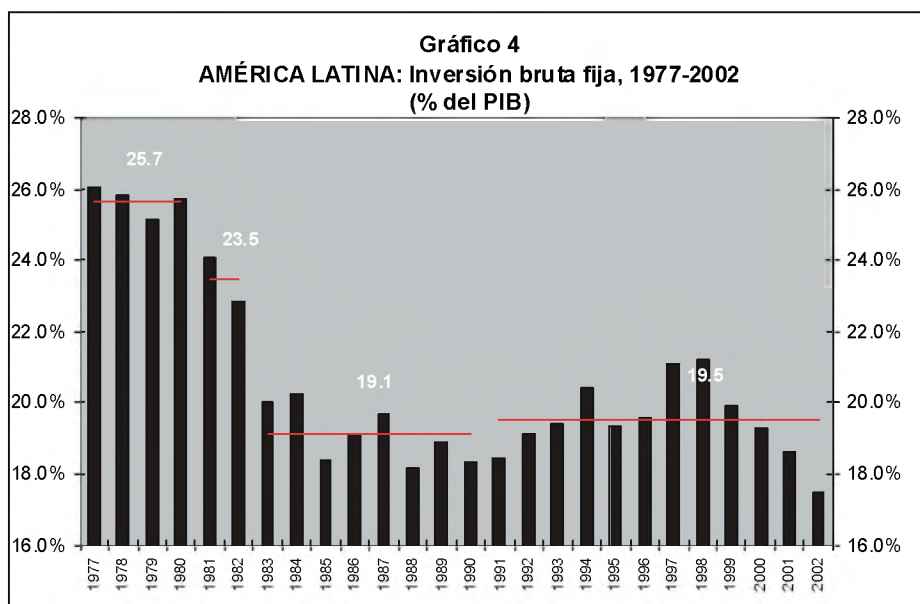
Fuente: CEPAL, cifras originales expresadas en dólares de 1980 para 1971-80, en dólares de 1990 para 1980-89, y en dólares de 1995 para 1989-2002.

^a Cifras provisionales.

Entonces, lo que resulta “irracional”, y a todas luces ineficiente desde el punto de vista de la asignación de los recursos y la productividad total de los factores, es que las autoridades, cuya misión evidentemente debiera orientarse por los objetivos de largo plazo, se entrapen con las presiones y recomendaciones de expertos en microfinanzas; ello suele desembocar en una “exuberancia irracional” (usando la expresión de Greenspan). De ahí que, en el ciclo siguiente, sea necesario que las autoridades macroeconómicas asuman su responsabilidad de hacer prevalecer las variables fundamentales (déficit externo sostenible; *stock* moderado de pasivos externos, con una baja proporción de fondos líquidos o de corto plazo; atracción de ahorro interno; apreciación limitada del tipo de cambio real), para lograr equilibrios macroeconómicos que sean sostenibles, y también funcionales para el crecimiento económico de largo plazo. Para eso deben evitar penetrar en las *zonas de vulnerabilidad* durante los ciclos económicos de bonanza de capitales. Cuando se sitúan en estas zonas, es imposible aplicar oportunamente las tan necesarias políticas anticíclicas en el período de escasez, como se analiza en la sección siguiente.



Fuente: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales para 20 países. Cálculos sobre datos en dólares constantes de 1995.



Fuente: CEPAL, sobre la base de datos oficiales para 19 países. Datos escalados a precios de 1995.
Datos preliminares para 2002.

Las políticas nacionales y una macroeconomía para el crecimiento

La relación entre los flujos de capitales y la actividad económica interna ha sido una característica sobresaliente de las economías de mercado emergentes del último cuarto de siglo. Este hecho destaca el papel fundamental que desempeña el mecanismo por el cual se transmiten al mundo en desarrollo los ciclos de auge y escasez generados en los mercados de capitales internacionales y las vulnerabilidades que ellos producen. Los altos costos que implican los ciclos económicos en las economías emergentes se relacionan, pues, con los fuertes vínculos que existen entre los mercados de capitales internos e internacionales. Ello significa que un objetivo esencial de las políticas macroeconómicas es lograr los beneficios del ahorro externo, pero reduciendo la intensidad de los ciclos de la cuenta de capitales y sus efectos negativos sobre las variables sociales y económicas internas.

Los ciclos de la cuenta de capitales se asocian al doble fenómeno de la volatilidad y el contagio, tanto en las fases expansivas como en las contractivas. Los grandes vaivenes de las expectativas, habitualmente reforzados por los consiguientes cambios en las calificaciones de riesgo, producen bruscos cambios procíclicos en la disponibilidad del financiamiento, los vencimientos y los *spreads* (véase el gráfico 1).¹⁶ Lo que supone mayor perjuicio, como ya se señaló, son las fluctuaciones de mediano plazo más que la volatilidad de muy corto plazo; es decir, varios años de abundante financiamiento (como entre 1991 y 1994 y de mediados de 1995 a 1997) seguidos por varios años de escasez (1998-2002, con una breve expansión cerca del año 2000).

Aquí nos concentramos, brevemente, en tres temas: la regulación de los movimientos de capitales, la política cambiaria y la política fiscal.

a) Regulación de la cuenta de capitales.

Las regulaciones de la cuenta de capitales pueden cumplir una eficaz función como una herramienta macroeconómica prudencial, al aplicarse sobre la fuente directa de los ciclos de auge y contracción, cuando estos se originan en flujos de capital inestables. Si se aplican efectivamente, ofrecen margen de maniobra durante los períodos de euforia financiera, a través de viabilizar la adopción de una política monetaria contractiva, que ayude a suavizar el gasto agregado, y una menor presión hacia la apreciación cambiaria. También contribuirán a reducir o a eliminar los costos cuasi-fiscales habituales de esterilización de los efectos monetarios de la acumulación de reservas. Lo que es extremadamente pertinente es que, al otro extremo del ciclo, de restricciones

externas dominantes, estas políticas preventivas o prudenciales pueden abrir un espacio para aplicar políticas fiscales y monetarias expansivas. Ocampo ¹⁷ destaca, además, que las regulaciones de la cuenta de capitales también sirven como una política de pasivos. El mercado premia las estructuras de deuda externa saneadas, porque, en épocas de incertidumbre, responde a los requerimientos de financiamiento bruto, lo que significa que el refinanciamiento de las obligaciones de corto plazo no es neutral desde el punto de vista financiero. Ello indica que en la gestión de la política económica durante los períodos de auge se debiera procurar mejorar las estructuras de madurez de los pasivos tanto del sector público como del privado.

Las experiencias innovadoras de la década de 1990 sobre regulaciones basadas en mecanismos de mercado de los ingresos de capitales financieros líquidos y de corto plazo, muestran que estas constituyen instrumentos eficaces en términos de mejorar los perfiles de la deuda como de facilitar la adopción de políticas macroeconómicas anticíclicas. Las principales ventajas de un instrumento basado en el precio (o costo) aplicado a la entrada de capitales, cuyos pioneros fueron Chile y Colombia, son su simplicidad y su naturaleza más bien no discrecional. Los sistemas de Malasia, más del tipo cuantitativo y destinados a los egresos de capitales, han demostrado tener efectos macroeconómicos de corto plazo más fuertes.¹⁸ Los tradicionales controles cambiarios, como los que existen en China e India (por ejemplo, prohibiciones sobre los préstamos financieros de corto plazo) pueden ser más recomendables si el objetivo de la política macroeconómica es reducir considerablemente la sensibilidad macroeconómica interna a los flujos de capitales internacionales. En la literatura y la acción, tiene una fuerte presencia la propuesta de que estas regulaciones sobre los flujos de capitales, basadas en los precios o cuantitativas, se tornan innecesarias si impera una estricta regulación y supervisión prudenciales de las instituciones financieras nacionales. Como se expone en Ffrench-Davis y Ocampo ¹⁹, el problema principal de esta propuesta es que no toma en cuenta que una parte significativa del endeudamiento externo puede y suele ser realizado por empresas no financieras (lo que constituyó un grave problema, por ejemplo, en las crisis de Corea y Tailandia). En consecuencia, para que esa propuesta logre la sostenibilidad de los equilibrios macroeconómicos, deben complementarse con regulaciones al endeudamiento externo de esas empresas. Pueden incluir restricciones sobre el tipo de empresas autorizadas a endeudarse en el extranjero y las condiciones de las deudas que las empresas pueden contraer, y disposiciones tributarias que aumentan el costo del endeudamiento directo en el exterior

en los períodos de auge. Nos parece que las regulaciones generales de la cuenta de capitales, que afectan el costo de los pasivos externos, de agentes financieros y no financieros, pueden ser una alternativa superior y mucho más simple de administrar.

Es evidente que las regulaciones y supervisión prudenciales de los sistemas financieros nacionales son necesarias en aras de la transparencia, la honestidad y la eficiencia microeconómica. Ha habido muchos casos de liberalización de las finanzas nacionales en que los resultados han sido deficientes, debido a la falta de fortalecimiento previo de la regulación y supervisión. En los años noventa, curiosamente, pareciera que a los responsables de diseñar las reformas financieras en América Latina se les había borrado de la memoria el recuerdo de la grave crisis bancaria por la que atravesó Chile en 1983, que le costó al Estado un tercio de un PIB anual; de hecho, la mayoría de los errores más graves se repitieron en otros países en los noventa.

Los típicos resultados fueron los auges del crédito, los descalces en la estructura de los vencimientos y en las monedas, y finalmente crisis bancarias, asociadas a graves deterioros del entorno macroeconómico. Como se observa en el paradigmático caso chileno (pero también posteriormente en México, Asia Oriental y Argentina), los errores de los propios actores nacionales podrían abrir camino a esas crisis; si a ellos se suman los *shocks* externos, la situación pasa a ser mucho más grave²⁰. Las medidas de rescate de los gobiernos tendieron a seguir un paquete estándar. En primera instancia, involucraron la compra de las carteras vencidas, la recapitalización de los bancos, y liquidaciones y fusiones, en las que habitualmente hubo participación de instituciones extranjeras.²¹

Entonces, como lo resume Ocampo²², en la regulación y supervisión prudenciales del sistema financiero se deberían tomar en cuenta no solo los riesgos microeconómicos, sino especialmente los macroeconómicos asociados a los ciclos de auge y escasez. En particular, deberían introducirse instrumentos anticíclicos, con una combinación de:

- i) disposiciones que se anticipen a riesgos latentes, sobre la base de los riesgos crediticios que se prevén en todo el ciclo económico;
- ii) disposiciones prudenciales anticíclicas discrecionales, decretadas por la autoridad sobre la base de criterios objetivos (por ejemplo, la tasa de crecimiento del crédito, en comparación con el PIB);

- iii) regulación anticíclica sobre los precios utilizados para los activos dados en garantía;
- iv) requerimientos de adecuación del capital de los intermediarios financieros, centrados en criterios de solvencia de largo plazo más que en el desempeño cíclico.

b) *El régimen cambiario*

El régimen cambiario se ha convertido en una variable mucho más influyente en las economías emergentes, tanto en el comercio como en las finanzas. Está sujeto a dos demandas en conflicto, que reflejan los grados de libertad más restringidos que enfrentan las autoridades, en un mundo con instrumentos de política menos eficaces²³. La primera demanda proviene del comercio: con el dismantelamiento de las políticas comerciales tradicionales, el tipo de cambio real es el determinante clave de la competitividad internacional y una variable crucial para la asignación eficiente de recursos a bienes transables. La segunda proviene de la cuenta de capitales. Los ciclos de auge y caída en los mercados financieros internacionales producen una necesidad de variables macroeconómicas flexibles que puedan absorber, a corto plazo, los impactos positivos y negativos que generan durante el ciclo. Dada la reducida eficacia de los instrumentos de política tradicionales, particularmente la política monetaria, el tipo de cambio puede desempeñar un papel esencial de amortiguador de los impactos. Este objetivo no es fácil de conciliar con los objetivos comerciales de la política cambiaria.

La importancia de esta demanda dual es ignorada cuando se recomienda limitar las alternativas a los dos regímenes cambiarios extremos: el tipo de cambio totalmente flexible o un régimen de caja de conversión (o la dolarización abierta). Los regímenes intermedios, de flexibilidad administrada del tipo de cambio —como las paridades y bandas móviles, y la flotación sucia— representan un intento serio por reconciliar estas demandas en conflicto.²⁴

Los regímenes cambiarios completamente rígidos tienden a amplificar los impactos externos, porque plantean exigencias demasiado fuertes y poco realistas sobre la flexibilidad interna, en particular la flexibilidad de precios y salarios frente a los impactos negativos. Los regímenes de cajas de conversión ciertamente suponen mecanismos automáticos que imparten disciplina fiscal y monetaria, pero reducen radicalmente el espacio de maniobra para las políticas de estabilización monetaria, crediticia y fiscal —todas necesarias, tanto para prevenir las crisis como para promover la recuperación ante

un clima de poscrisis. Son esenciales para un equilibrio macroeconómico real sostenible. De esta forma, la convertibilidad permite la transmisión interna de las perturbaciones externas y genera movimientos pendulares de la actividad económica y de los precios de los activos, que se reflejan en una creciente vulnerabilidad financiera interna. Se observa un efecto multiplicador cuando los agentes consideran que una perturbación externa es suficientemente fuerte para inducir a las autoridades a modificar la política cambiaria; ello es especialmente cierto cuando el tipo de cambio parece ser un precio desalineado, demasiado apreciado.²⁵

Pese a las desventajas de la familia de paridades nominales, hay casos en que puede funcionar con eficiencia. La caja de conversión en Argentina, ayudada por la oleada de capitales que ingresó a los países de América Latina desde principio de los años noventa, logró en gran medida parar la hiperinflación, que era evidentemente el problema más perjudicial de esa economía en 1991. El error más grave fue no aprovechar la oportunidad que se le ofreció en 1992 o 1993 de flexibilizar el tipo de cambio cuando la inflación y el presupuesto estaban controlados, los capitales ingresaban en abundancia y los *spreads* de las economías emergentes, explícitamente incluida Argentina, estaban bajando.

Por otro lado, la característica de volatilidad de los regímenes cambiarios de libre fluctuación no constituye un problema cuando la fluctuación de los mercados es de corta duración; fácilmente se lo soluciona con instrumentos financieros derivados.²⁶ Sin embargo, las fluctuaciones llegan a ser un problema serio cuando las ondas son más largas y forman parte de un proceso duradero, como las que han caracterizado el acceso de las economías emergentes a los mercados de capitales en las últimas décadas. En este caso, la evolución de ese macroprecio tiende a generar efectos perversos en la asignación de recursos en la formación de capital irreversible y en su composición entre transables y no transables. Más aún, las políticas monetarias anticíclicas, bajo regímenes cambiarios de libre flotación y cuentas de capital abiertas, aumentan las fluctuaciones cíclicas del tipo de cambio, con sus consiguientes efectos riqueza e ingreso.

La capacidad de un régimen de tipo de cambio flexible para suavizar los efectos de los ciclos de auge y caída, originados externamente, depende así de la capacidad de administrar eficientemente una política monetaria y crediticia anticíclica sin promover movimientos procíclicos del tipo de cambio. Esto es posible solo con regímenes cambiarios de tipo intermedio con regulación de la cuenta de capitales. Un ejemplo claro fue Chile en la primera mitad de la década de 1990.²⁷

En muchos casos el régimen de bandas no ofreció un buen comportamiento durante la crisis asiática debido a fallas en su manejo. El enorme incremento de los flujos de capital que ingresaron a las economías emergentes entre 1990 y 1997 de hecho ejerció una fuerte presión revaluatoria en el mercado cambiario. La respuesta de la autoridad, en términos de ampliar el tamaño de la banda o apreciarla, produjo una pérdida de credibilidad. Posteriormente, ya con un tipo demasiado apreciado, resultó difícil adaptar las bandas al abrupto cambio provocado por la crisis asiática, cuando súbitamente se interrumpió el ingreso de capitales. Estos hechos agravaron el mal manejo de las bandas y por ende causaron una mayor pérdida de credibilidad.

El principal beneficio de la flexibilidad administrada, incluidas las bandas, se aprecia en épocas en que no hay perturbaciones violentas. En ese caso, las bandas propician una mayor estabilidad cambiaria, manteniendo la capacidad de absorber parcialmente los efectos de impactos moderados. En consecuencia, el tipo de cambio cumple más eficientemente su función asignadora entre transables y no transables.

Por cierto, los regímenes intermedios también pueden implicar costos y limitaciones.²⁸ Primero, todos los regímenes intermedios están sujetos a presiones especulativas si no logran la confianza del mercado y resulta muy alto el costo de defender al tipo de cambio de estas presiones en estas coyunturas. Segundo, la acumulación de reservas esterilizadas durante largos períodos de auge puede resultar financieramente costosa. Por último, la regulación de la cuenta de capitales, necesaria para administrar eficientemente los regímenes intermedios, es eficaz solo parcialmente. Pero, con todo, los regímenes intermedios ofrecen una alternativa sensata a una costosa volatilidad.

Ffrench-Davis y Larraín,²⁹ en su examen de las experiencias de Argentina, Chile y México, demuestran que una política puede resultar adecuada en un cierto entorno macroeconómico, pero no así en otro. En este sentido, un elemento crucial que hay que tener en cuenta al adoptar una política determinada son los costos que supone cambiarse a una política distinta en diferentes circunstancias.

Los regímenes de paridad fija que inspiran confianza pueden ser útiles cuando una crisis, con hiperinflación, ha tocado fondo y los capitales externos ingresan en abundancia. Los regímenes flotantes sirven cuando la situación financiera es difícil y las autoridades tienen dudas respecto del nivel del tipo real o la naturaleza del impacto que están sufriendo; la flotación les permite que su reputación no corra los riesgos de defender un tipo de cambio real desalineado.

Por último, las bandas contribuyen a estabilizar el tipo de cambio real. La estabilidad del tipo de cambio real tiene un efecto positivo sobre la calidad de las exportaciones y el crecimiento.³⁰ Pero las bandas se debilitan ante una perturbación fuerte y *si las autoridades no lograron evitar las zonas de vulnerabilidad durante el auge previo*. En ese caso, abren paso a la especulación, provocando gran inestabilidad financiera, la que puede hacerse frente, de manera más eficiente, pasando temporalmente a un tipo totalmente flexible.

Las propuestas extremas no tienen consecuencias simétricas. Con los auges de capitales, la cuenta corriente se deteriora, los precios de los activos aumentan y el tipo de cambio sufre una apreciación real. Según cuál sea la política cambiaria adoptada, se obtendrán distintas combinaciones de estos tres elementos. Con la paridad fija, las entradas de capitales crean un auge de la demanda, aumentando los precios de los activos, probablemente con un desplazamiento del ahorro interno y un deterioro del balance externo. Con regímenes flotantes, se registrará una apreciación nominal, acelerando así el proceso de apreciación real respecto del régimen de paridad fija (con lo cual será potencialmente más perjudicial). Regímenes fijos tienden a funcionar mejor en la fase ascendente del ciclo, pero una vez pasado el punto de inflexión la flotación es mejor en términos del cambio requerido en la composición del gasto. Sin embargo, en este tipo de ciclo existe la posibilidad de alcanzar equilibrios múltiples, sobre la base de profecías autocumplidas: las expectativas de mayores ingresos (egresos) de capital pueden apreciar (depreciar) más una moneda ya apreciada (depreciada).

Las grandes desviaciones respecto del equilibrio del tipo de cambio real cuestan caro. Los bancos centrales debieran preocuparse tanto del nivel como de la estabilidad cambiaria. En este sentido, pese a lo que ha ocurrido desde la crisis asiática, la flexibilidad administrada, con o sin bandas, aún es una opción que deben tener en cuenta los formuladores de política. Es preciso tener cuidado con la liberalización generalizada de la cuenta de capitales, ya que la tendencia del comportamiento de los flujos puede no ser coherente con la estabilidad macroeconómica, sobre todo en términos de la estabilidad cambiaria y de la actividad económica. A este respecto, las autoridades deben aplicar paquetes de políticas flexibles en lugar de rígidas herramientas aisladas.

c) *La política fiscal*

La política fiscal debiera formar parte de este paquete. La política fiscal persigue dos objetivos macroeconómicos: la sostenibilidad de las cuentas

públicas y la regulación de la demanda agregada.³¹ Es evidente que los esfuerzos en materia de políticas en las economías emergentes han tendido a concentrarse en el primer objetivo, y han dejado la función estabilizadora a la política monetaria.

Dada la vulnerabilidad de las economías emergentes a los ciclos recesivos mundiales, recurrir excesivamente a la política monetaria puede dar resultados macro más pobres que los que se obtendrían con un marco más equilibrado compuesto de una política monetaria, una política cambiaria y una política fiscal anticíclicas (así como una regulación prudencial de los flujos de capitales). El uso de la política fiscal anticíclica exige como condición previa tener cuentas fiscales solventes y sostenibles. Además, la política fiscal anticíclica puede cumplir un papel más activo cuando los canales de transmisión de la política monetaria hacia la brecha entre producto efectivo y potencial son débiles o muestran deficiencias significativas. Es más, si se distribuye la carga del ajuste entre las políticas fiscal, cambiaria y monetaria, se pueden obtener mejores resultados macroeconómicos, en que los macroprecios estén más cerca de los equilibrios sostenibles.

La política fiscal ha estado en el centro del debate sobre programas de ajuste en las economías emergentes.³² En Asia Oriental y en América Latina, las recetas más convencionales recomiendan, en casos de coyunturas recesivas que deprimen los ingresos tributarios, equilibrar los presupuestos fiscales anuales. Se trata de un comportamiento típicamente procíclico. En América Latina la política fiscal no ha tenido un papel anticíclico. En épocas de recesión la política fiscal generalmente se ha orientado a reducir el gasto para la solvencia financiera, en tanto que durante los auges el gasto tiende a expandirse con el ciclo. El concepto de equilibrio estructural es el componente más sobresaliente de políticas fiscales anticíclicas. El rasgo esencial es la medición del balance fiscal durante todo el ciclo económico, estimándose en cada lapso cuál sería el ingreso y gasto públicos en un marco de pleno empleo sostenible del capital físico y humano (pleno uso del PIB potencial). Si las fluctuaciones de los términos de intercambio son pertinentes para los ingresos fiscales —a través de las utilidades de los exportadores públicos o privados— el poder adquisitivo del PIB potencial debería estimarse según los términos de intercambio tendenciales así como el ingreso público correspondiente.

Los países en desarrollo generalmente concentran su comercio internacional en la exportación de unos pocos productos básicos sujetos a precios de mercado altamente volátiles. En especial, cuando un producto de exportación principal —como el cobre en Chile y el petróleo en Colombia, México

o Venezuela— es de propiedad pública, el establecimiento de un fondo de estabilización puede contribuir a la sostenibilidad macroeconómica. Durante mucho tiempo, el fondo nacional del café en Colombia ha cumplido una función macroeconómica estabilizadora muy importante. En esos fondos se guardan los ingresos públicos procedentes de esa fuente que están por encima de la tendencia o “lo normal”, a fin de financiar los gastos públicos cuando los ingresos están por debajo de “lo normal”.

Tarde o temprano casi todos los precios de los productos básicos tienden a volver a su tendencia habitual, pero a un ritmo lento, de varios años. De manera que los fondos de estabilización deben ser suficientemente grandes para funcionar eficazmente en el largo plazo. Por eso es recomendable iniciarlos en una coyuntura de precios altos en comparación con los precios tendenciales, a fin de que pueda efectivamente autofinanciar posteriores coyunturas negativas de precios.

El mismo principio de los fondos de estabilización puede aplicarse a las desviaciones de la recaudación fiscal de su nivel estructural. Se han propuesto tasas tributarias flexibles como otro instrumento anticíclico. Las propuestas tienden a concentrarse en el impuesto sobre el valor agregado (IVA). Por ejemplo, cuando el déficit externo supera un nivel “sostenible”, debido al exceso de absorción interna, lo recaudado por concepto del IVA excederá el nivel estructural. Ese excedente debería guardarse automáticamente en el fondo, lo que contribuiría a bajar la demanda agregada, acercándose al equilibrio. Yendo más allá, se encuentra la propuesta de subir temporalmente la tasa del IVA en coyunturas de auge marcado, y reducirlas en situaciones recesivas. Los ajustes del IVA no acarrear grandes problemas de asignación ineficiente de los recursos y se recaudan con frecuencia, aunque, probablemente entrañan ciertos costos de transacción. Por cierto, cuando los desequilibrios se originan en inestabilidad de la cuenta de capitales, la herramienta más directa es la regulación de los flujos de fondos financieros.

Tres implicaciones de política macroeconómica

Un rasgo dominante de la “nueva generación” de ciclos económicos en las economías emergentes son las violentas fluctuaciones del gasto privado y de los balances empresariales derivadas de los ciclos de auge y caída del financiamiento

externo. Evidentemente, las perturbaciones externas, sean positivas o negativas, se multiplicarán en el ámbito interno si las políticas cambiaria, fiscal y monetaria también son procíclicas. Reiteradamente, hemos observado que en los períodos de auge las economías emergentes han penetrado en *zonas de vulnerabilidad*, que incluyen:

- 1- pasivos externos altos, con un fuerte componente líquido;
- 2- elevados déficit en la cuenta corriente;
- 3- apreciación del tipo de cambio;
- 4- altos precios de los activos financieros y bienes raíces. Todo ello se ha producido en booms o auges que han desatado contagios de sobreoptimismo. La primera implicación para las políticas es que *se precisa concentrar esfuerzos en políticas de prevención de crisis*, procurando evitar, por lo menos, estos cuatro canales de ingreso en zonas de vulnerabilidad.

Los cambios de las expectativas de los intermediarios financieros cumplen un papel clave en todo el proceso, cuya influencia se ha multiplicado con la apertura de las cuentas de capitales. Grandes contagios de sobreoptimismo, seguidos de abruptos contagios de sobrepesimismo caracterizan a estos mercados. La apertura de la cuenta de capitales puede llevar al deterioro de las variables macroeconómicas fundamentales. De esta forma, aunque la disciplina del mercado financiero puede servir de freno para las fuentes *internas* de inestabilidad macroeconómica, ciertamente ha constituido una *fuentes* de inestabilidad de origen externo. Así, el mercado puede provocar una desviación de las variables fundamentales desde niveles antes sustentables, penetrando en las *zonas de vulnerabilidad*. Los operadores financieros, quizás sin quererlo, han llegado a desempeñar un papel con fuertes implicaciones macroeconómicas. Con sus comportamientos de “rebaño”, han contribuido a intensificar las corrientes de financiamiento hacia los países “exitosos” durante los auges, permitiendo el rápido crecimiento de los precios de activos financieros y de bienes raíces, así como pronunciadas reevaluaciones de cambiarias en los países receptores. Las señales macroeconómicas que hemos detallado en el texto, contribuyen a prolongar un proceso que, equivocadamente, parece eficiente y sostenible (con grandes utilidades y garantías crediticias, apoyado por altos valores bursátiles y un bajo valor de la deuda en moneda local expresada en dólares). Pero, en la realidad, se están generando burbujas especulativas, con macroprecios desalineados que, tarde o temprano, tenderán a estallar. A continuación se suceden la constatación de un endeudamiento excesivo y los períodos de egresos masivos, en muchos casos, despertando la crítica de los mismos agentes que elogiaron el desempeño económico de esas economías emergentes durante el auge. El caso

argentino, entusiastamente alabado hasta 1998, es un ejemplo flagrante de falta de coherencia y de “rendición de cuentas” por parte de los mercados financieros.

Hay consenso amplio con respecto a que los “fundamentos macroeconómicos sanos” son una variable prioritaria para una política eficiente. Sin embargo, hay gran incompreensión sobre cómo se definen y sobre cómo lograrlos y mantenerlos. *La segunda implicación que queremos rescatar aquí es que una definición apropiada de los fundamentos macroeconómicos debería incluir —junto con la inflación baja, cuentas fiscales saneadas y exportaciones dinámicas— déficit externos y deudas netas sostenibles, inversión sostenida en el capital humano, inversión alta y eficiente en el capital físico, pasivos líquidos netos reducidos, tipo de cambio real no desalineado, atracción del ahorro interno (crowding-in), fuerte regulación y supervisión prudencial, y transparencia del sistema financiero.* En períodos recesivos debiera implicar, por ejemplo:

- i) La ejecución de un balance fiscal estructural (que reconozca que durante la recesión los ingresos fiscales son inusualmente bajos y que en esas circunstancias, el gasto público no debiera seguir a los impuestos en su carrera descendente, sino jugar, por el contrario, un papel compensador);
- ii) un fuerte impulso de la demanda real, con cambios decididos de política cuando la actividad interna esté claramente por debajo de su capacidad productiva.

La tercera implicación, que se complementa con las dos anteriores, es la creciente dualidad, preocupante para la democracia, en los electorados a los que las autoridades deben atender y rendir cuenta. En un sistema económico en que la complejidad y globalización son cada vez mayores, aumenta la distancia entre los responsables de tomar las decisiones y los operadores financieros, por una parte, y los actores (empresas y trabajadores) que sufren las consecuencias, por otra. Debido a la trayectoria que ha seguido la globalización, los expertos en intermediación financiera —un entrenamiento microeconómico— han pasado a ser clave para la evolución de los equilibrios macroeconómicos de los países. Empero, para tener un buen sistema económico es preciso premiar las mejoras de productividad más que la especulación. Debemos procurar un fortalecimiento de un sesgo en ese sentido en los organismos económicos multilaterales y en las políticas nacionales.

La integración de los mercados de capital tiene importantes repercusiones en la gobernabilidad de las políticas internas y en el cumplimiento de las promesas a los electorados democráticos de los gobiernos nacionales. De hecho, la mayoría de los líderes de los países emergentes viven un “*síndrome del doble electorado*”³³:

por un lado son elegidos por los votantes de sus países, pero por el otro también procuran el apoyo de aquellos que “votan” por sus inversiones financieras. Los ciclos recientes de los mercados financieros revelan una notable contradicción entre ambos, en un juego de suma negativa, con los países encerrados en una “trampa financiera. Para lograr un resultado positivo es preciso buscar activamente la coherencia entre el nivel y la composición de los flujos financieros y la sostenibilidad macroeconómica real.

La realidad de los países que han atravesado por crisis graves —incluida Corea, cuya recuperación fue muy vigorosa— indica que en general caen a una llanura inferior de crecimiento del PIB. De especial importancia son dos efectos de mediano plazo sobre el PIB. Uno es la reducción acentuada de la inversión productiva que ocurre durante la crisis y que naturalmente afecta la evolución de la capacidad productiva potencial. Segundo, hay un cúmulo de pruebas de que los ciclos de auge y caída tienen efectos regresivos sobre las variables sociales. El deterioro del mercado laboral (a través de la desocupación abierta o el deterioro de la calidad del empleo o de los salarios reales) suele ser muy rápido, mientras que la recuperación es muy lenta, dolorosa e incompleta.

Estos problemas apuntan a las prioridades en materia de políticas durante la crisis: sostener la inversión pública, alentando la inversión privada; contribuir a reprogramar las deudas, ayudar a resolver los descalces de monedas y de madurez; y reforzar una red social, en que se aproveche la oportunidad para mejorar la productividad de los factores temporalmente subutilizados.

Notas

¹ La relación positiva entre la IED y la inversión productiva (véase Ffrench-Davis y H. Reisen, Flujos de capital e inversión productiva: *Acciones para América Latina*. Cap. I, 1998) se debilitó por el hecho de que actualmente una considerable proporción de la IED corresponde a fusiones y adquisiciones de las empresas latinoamericanas y no a la creación de nueva capacidad. Se estima que las fusiones y adquisiciones representaron casi la mitad (49%) de la IED recibida por América Latina entre 1995 y 2000 (UNCTAD: *World Investment report 2001: Promoting Linka*, 2001).

² La acelerada expansión de los mercados de derivados contribuyó a reducir la “microinestabilidad”, pero ha incrementado la “macroinestabilidad”, junto con reducir la transparencia. Véase Dodd (2003) para un análisis tanto sobre la transparencia, como sobre los canales a través de los cuales se transmiten la estabilidad y la inestabilidad.

³ Ver F. Ffrench-Davis y J. A. Ocampo: “Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes”, en *Crisis financieras en países exitosos*.

⁴ Ver M. Agosin: “Corea y taiwán en la crisis financiera asiática”, en *Crisis financiera en países exitosos*, y Akyüz: “The East Asian financial crisis: Back to the future”, en Jomo; J. Furman y J. Stiglitz: “Economic crises: evidence and insight from east Asia”, en *Brookings papers on Economic Activity*; y S. Radelet y J. Sachs: “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, en *Brooking Papers on Economic Activity I*.

⁵ Ver P. Krugman: “Crises: the Price of Globalization?”, en *Opportunities and challenges*.

⁶ Ver G. Calvo: “Varieties of Capital-Market Crises”, en *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy* y D. Rodrick: “Who needs capital account convertibility?”, en *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*

⁷ Denominamos “financierista” al enfoque de política macroeconómica que propicia una dependencia extrema de las expectativas y recomendaciones de política de agentes especializados en los aspectos microeconómicos de las finanzas, ubicados en los segmentos líquidos o de corto plazo de los mercados de capitales.

⁸ Ver J. A. Ocampo “Recasting the International Financial Agenda”, en *Intrnational Capital Markets: Systems in Transition*, CEPAL: *Growth with stability: Financing for development in the New Internacional Context*, CEPAL: *Globalización y Desarrollo* y Naciones Unidas: *El consenso de Monterrey*.

⁹ También hay otro tema, igualmente pertinente, relacionado con la brecha entre los costos medios (privados) y marginales (sociales) del endeudamiento por parte de las economías emergentes. Véase A. Harberger: *Lessons for Debtor-country managers and policy makers*. Ver D. Rodrik: *Ob. cit.*; P. Krugman: *Ob. cit.* y J. Stiglitz: “Capital Market Liberalization, Economic growth and Instability”, en *World Development*.

¹⁰ Persaud argumenta que la gestión moderna del riesgo por parte de las instituciones inversionistas (como fondos y bancos), sobre la base de valores en riesgo (*value-at-risk*) medidos diariamente, con límites diarios establecidos para los beneficios en riesgo, funciona en forma procíclica en los periodos de auge y caída. Este carácter procíclico se refuerza con la tendencia hacia la homogeneización de los agentes acreedores. Ver A. Persaud: “Liquidity Black Holes”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones.

¹¹ R. Ffrench-Davis: *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*. (Cap. V.)

¹² J. Ros: “Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa”, en *Crisis financiera en países exitosos*.

¹³ D. Rodrick y A. Velasco: “Short-Term Capital flows”, en *Annual World Bank Conference on Development economics 1999*.

¹⁴ Las economías emergentes presentaban aún vulnerabilidades significativas cuando reaparecieron las señales negativas en la economía mundial, incluido el ajuste recesivo en los Estados Unidos.

¹⁵ Ver R. French-Davis: *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América Latina*.

¹⁶ Los mercados han mejorado en lo que a estabilidad se refiere, al introducir cláusulas anticíclicas de ajuste en los préstamos; por ejemplo, la vinculación a precios de exportación (véase Budnevich: *Ob. cit.*) y las cláusulas de acción colectiva en la emisión de bonos (véanse Griffith-Jones: *Ob. cit.*; Williamson: "Proposal for curbing the Boom-Bust cycle in the supply of capital to emerging markets", en Ffrench-Davis. 2003). Por otra parte, las agencias calificadoras de riesgo continúan comportándose de manera procíclica y más bien siguen las tendencias de los mercados financieros, en lugar de iniciarlas (véase H. Reisen: "Ratings since the Asian Crisis", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003).

¹⁷ E. Raplan y D. Rodrick: "Did the Malaysian Capital Controls Work?", en *Working Paper*.

¹⁸ Véanse, por ejemplo, Agosin y Ffrench-Davis: *Ob. cit.*; Ffrench-Davis: *Ob. cit.* Cap. IX y Le Fort y Lehmann: *Ob. cit.* sobre Chile, y E. Kaplan y D. Rodrick: "Did the Malaysian capital controls work?", en *Working paper*.

¹⁹ Ver R. Ffrench-Davis y I. A. Ocampo: "Globalización de la volatilidad financiera, desafíos para la economías emergentes", en R. Ffrench-Davis: *Crisis en países exitosos*.

²⁰ Ver R. Ffrench-Davis: *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en América* y R. Ffrench-Davis: *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*.

²¹ Se han concretado cuantiosas adquisiciones en la actividad bancaria de las economías emergentes, sobre todo en Europa Central y América Latina. Por ejemplo, en Argentina en el 2000 la mitad de los activos bancarios pertenecían a bancos controlados en el extranjero (véase J. Hawins: "International Bank lending: Water flowing uphill?", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones.). El argumento convencional de que la presencia local de los bancos extranjeros ayudaría a las economías emergentes a hacer frente a las perturbaciones financieras aparentemente no se aplicó en el caso de Argentina.

²² Ver J. A. Ocampo: "Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in developing countries", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones.

²³ CEPAL: *Equidad, desarrollo y ciudadanía*.

²⁴ Ver Ffrench-Davis y J. A. Ocampo: *Ob. cit.*; J. A. Ocampo: "Developing Countries Anti-Cyclical Policies in a Globalized World", en *Development Economics and structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor* y J. Williamson: "Exchange rate regimes for emerging markets: reviving the intermediate option", en *Policy Analyses in international economics* 60.

²⁵ Ver Ffrench-Davis y G. Larraín: "How optimal are the extremes? Latin American exchange rate policies during the Asian Crisis", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones.

²⁶ Ver R. Dood: "Derivates, the Shape of international Capital flows and the virtues of Prudential Regulation", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones.

²⁷ Ver R. Ffrench-Davis: *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*; cap. IX y G. LeFort y S. Lehmann: "El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica".

²⁸ Ver J. A. Ocampo: "Developing Countries' Anti-cyclical Policies in a globalized world", en *Development Economics and structuralist macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor* y J. Williamson: *Ob. cit.*

²⁹ Ver R. Ffrench-Davis y G. Larraín: *Ob. cit.*

³⁰ Ver CEPAL: *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, cap. IV.

³¹ Ver C. Budnevich: "Counter-Cyclical Fiscal Policy", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones y H. Tapia: "Balance estructural del gobierno central de Chile: Análisis y propuestas", en *Serie Macroeconomía del Desarrollo*.

³² Ver CEPAL: *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos* y J. A. Ocampo: *Ob. cit.*

³³ Ver C. Pietrobelli y S. Zamagni: "The emerging economies in the Global financial Market: some concluding remarks", en *Financial Globalization and the emerging economics*.

Bibliografía

- Agosin, M.: Corea y Taiwan en la crisis financiera asiática”, en R. Ffrench-Davis (ed.): *Crisis financiera en países ‘exitosos’*. McGraw-Hill, Santiago, 2001.
- Agosin, M. y R. Ffrench-Davis: “Managing Capital Inflows in Chile”, en S. Griffith-Jones, M. F. Montes y A. Nasution (eds.), *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*. Londres, Oxford University Press/ WIDER, 2001.
- Akyüz, Y.: “The East Asian Financial Crisis: Back to the Future”, en Jomo. 1998.
- Budnevich, C.: “Counter-Cyclical Fiscal Policy”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Calvo, G.: “Varieties of Capital-Market Crises”, en G. Calvo y M. King (eds.): *The Debt Burden and its Consequences for Monetary Policy*. Londres, Macmillan, 1998.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe): *Growth with Stability: Financing for Development in the New International Context*. Libros de la CEPAL, No. 67, Santiago, 2002.
- _____: *Globalización y desarrollo*. (LC/G.2157(SES.29/3)) abril, Santiago, 2002.
- _____: *Equidad, desarrollo y ciudadanía*. (LC/G.2071/Rev.1-P) Santiago, 2000.
- _____: *Políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*. Segunda edición, Fondo de Cultura Económica, Santiago, 1998.
- _____: *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*. Libros de la CEPAL, Nº 47 (LC/G.1997/Rev.1-P) Santiago, julio, 1998.
- Dodd, R.: “Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Ffrench-Davis, R.: *Entre el neoliberalismo y el crecimiento con equidad: tres décadas de política económica en Chile*. DOLMEN Ediciones, Segunda Edición, Santiago, 2001.
- _____: *Macroeconomía, comercio, finanzas: para reformar las reformas en America Latina*. Mc Graw-Hill, Santiago, 1999.
- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones eds.: *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*. WIDER/CEPAL, Palgrave/Macmillan, Londres, 2003.

- Ffrench-Davis, R. y G. Larraín: "How Optimal are the Extremes? Latin American Exchange Rate Policies During the Asian Crisis", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Ffrench-Davis, R. y J.A. Ocampo: "Globalización de la volatilidad financiera: desafíos para las economías emergentes", en R. Ffrench-Davis, ed.: *Crisis financieras en países 'exitosos'*. McGraw-Hill, Santiago, 2001.
- Ffrench-Davis, R. y H. Reisen, eds.: *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*. CEPAL/OECD, segunda edición, Santiago, McGraw Hill, 1998.
- FMI (Fondo Monetario Internacional): *Global Financial Stability Report. Market Developments and Issues*. Washington, D.C., junio, 2002.
- _____: *Perspectivas de la economía mundial, 1998. Crisis financieras: características e indicadores de vulnerabilidad*. Capítulo VII, Washington, D. C., mayo, 1998.
- Furman, J. y J. Stiglitz: "Economic Crises: Evidence and Insights from East Asia", en *Brookings Papers on Economic Activity*. No. 2, 1998.
- Griffith-Jones, S.: "Una arquitectura financiera internacional para prevenir las crisis", en R. Ffrench-Davis, ed., *Crisis financieras en países 'exitosos'*. McGraw-Hill, Santiago, 2001.
- Harberger, A.: "Lessons for Debtor-Country Managers and Policy-Makers", en G. Smith y J. Cuddington (eds.): *International Debt and the Developing Countries*. Banco Mundial, Washington D.C., 1985.
- Hawkins, J.: "International Bank Lending: Water Flowing Uphill?", en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Jomo, K. S., ed.: *Tigers in Trouble*. Zed Books, Londres, 1998.
- Kaplan, E. y D. Rodrik: "Did The Malaysian Capital Controls Work?", en *Working Paper. 8142*, NBER, Cambridge, febrero, 2001.
- Krugman, P.: "Crises: The Price of Globalization?", Federal Reserve Bank of Kansas City. Symposium on *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*. Jackson Hole, Wyoming, agosto 24-26, 2000.
- _____: "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", en P. Izard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*. Dordrecht, Países Bajos, Kluwer, 1999.
- Le Fort, G. y S. Lehmann: «El encaje, los flujos de capitales y el gasto: una evaluación empírica», *Documento de Trabajo* N° 64. Banco Central de Chile, febrero, 2000.

- Naciones Unidas: *El Consenso de Monterrey*. Cumbre de la Conferencia Internacional sobre Financiamiento para el Desarrollo, Nueva York, 2002.
- Ocampo, J. A.: “Recasting the International Financial Agenda”, en J. Eatwell y L. Taylor (eds.): *International Capital Markets: Systems in Transition*. Nueva York, Oxford University Press, 2002.
- _____: “Developing Countries’ Anti-Cyclical Policies in a Globalized World”, en A. Dutt y J. Ros (eds.): *Development Economics and Structuralist Macroeconomics: Essays in Honour of Lance Taylor*. Aldershot, UK, Edward Elgar, 2002.
- _____: “Capital Account and Counter-Cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Persaud, A.: “Liquidity Black Holes”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Pietrobelli, C. y S. Zamagni: “The Emerging Economies in the Global Financial Market: Some Concluding Remarks”, en J.A. Ocampo, S. Zamagni, R. Ffrench-Davis y C. Pietrobelli (eds.). *Financial Globalization and the Emerging Economies*. Santiago, CEPAL/Jacques Maritain Institute, 2000.
- Radelet, S. y J. Sachs: “The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects”, *Brookings Papers on Economic Activity* 1. Washington, D.C., 1998.
- Reisen, H.: “Ratings since the Asian Crisis”, en Ffrench-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- Rodrik, D.: “¿Por qué hay tanta inseguridad económica en América Latina?”, *Revista de la CEPA*, No. 73, abril, Santiago de Chile, 2001.
- _____: “Who Needs Capital Account Convertibility?”, en P. Kenen (ed.): *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, *Princeton Essays in International Finance*. N° 207, 1998.
- Rodrik, D. y A. Velasco: “Short-term Capital Flows”, en *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. Washington, D.C., Banco Mundial, 2000.
- Ros, J.: “Del auge de capitales a la crisis financiera y más allá: México en los noventa”, en Ricardo Ffrench-Davis (comp.): *Crisis financieras en países ‘exitosos’*. CEPAL, McGraw-Hill, Santiago, 2001.
- Stiglitz, J.: “Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability”, en *World Development*. Vol. 28, N° 6, junio, 2002.
- _____: “The Role of the Financial System in Development”, en *Fourth Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean*, junio, San Salvador, 1998.

- Tapia, H.: “Balance estructural del gobierno central de Chile: análisis y propuestas”, en *Serie Macroeconomía del Desarrollo*. CEPAL, 2003. (en proceso).
- UNCTAD: *World Investment Report 2001: Promoting Linkages*. Nueva York y Ginebra, Naciones Unidas, 2001.
- Williamson, J.: “Proposals for Curbing the Boom-Bust Cycle in the Supply of Capital to Emerging Markets”, en French-Davis y Griffith-Jones, 2003.
- _____ : “Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option”, en *Policy Analyses in International Economics* 60. Washington, D.C., Institute for International Economics, septiembre, 2000.