

1. LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS Y SUS IMPLICACIONES PARA LA POLÍTICA ECONÓMICA*

José Antonio Ocampo

1. INTRODUCCIÓN

Un tema clave del análisis económico estructuralista ha sido el papel central que desempeña la balanza de pagos en la dinámica macroeconómica (Ocampo, Rada y Taylor, 2009). El énfasis en las implicaciones de las “brechas externas” y la “enfermedad holandesa” para el crecimiento de los países en vías de desarrollo forma parte de esa tradición. Sin embargo, aquí indagaré un fenómeno distinto: la fuerte influencia que ejerce la balanza de pagos sobre la dinámica macroeconómica de corto plazo de los países en vías de desarrollo; en otras palabras, la dependencia de los ciclos económicos de estos países a las perturbaciones externas, tanto positivas como negativas, que afectan la balanza de pagos. Un rasgo crucial de esta dependencia es la generación de fuertes presiones que inducen un comportamiento procíclico de la política macroeconómica¹. Algunas perturbaciones de este tipo pueden llegar a modificar la trayectoria del crecimiento económico a largo plazo, pero estos casos pueden interpretarse como brechas estructurales de origen externo.

La intrincada relación entre los ciclos económicos externos e internos de los países en vías de desarrollo tiene raíces de larga data. Ya era evidente en la época del patrón oro (y plata), cuando los países de la periferia se vieron obligados a abandonarlo una y otra vez durante las crisis. Sin embargo, siempre lo hicieron de manera temporal, ya que se reintegraban a este y a sus “reglas de juego”, que en esencia consistían en adoptar políticas macroeconómicas procíclicas. El colapso final del patrón oro durante la Gran

* La primera versión de este ensayo data de 2013, pero representa una síntesis de mis análisis sobre la política económica frente a la volatilidad de la cuenta de capitales en los países en vías de desarrollo. Se nutre extensamente, por lo tanto, de escritos previos, en particular de partes de Ocampo, Rada y Taylor (2009) y de Ocampo (2011b). He agregado algunas actualizaciones, pero solo de carácter marginal. Agradezco a Bilge Erten, Juan Carlos Moreno-Brid y Martín Rapetti por sus comentarios a una versión anterior de este texto, y a Lilia Mosconi por la traducción del texto original en inglés.

¹ Califico de cíclicas a las perturbaciones generadas en la cuenta comercial o en la cuenta de capitales, pero denomino procíclicas a los *efectos* sobre el gasto interno público y privado que replican o refuerzan la dirección de las perturbaciones. En este sentido, las políticas procíclicas son aquellas que refuerzan dicho comportamiento. Tanto las políticas como los efectos son contracíclicos cuando van en sentido contrario a la perturbación.

Depresión de los años treinta del siglo pasado representó un cambio radical de paradigma, en la medida en que la visión keynesiana sustituyó las viejas reglas por otras basadas en un manejo macroeconómico contracíclico. Sin embargo, mientras que los países desarrollados centraron su atención en el manejo de la demanda agregada, valiéndose de activas políticas monetarias y fiscales contracíclicas, la fuerte incidencia de las perturbaciones externas en la dinámica macroeconómica de los países en vías de desarrollo obligó a que el foco de las políticas contracíclicas se orientara al manejo de las fluctuaciones de la oferta agregada (es decir, a las restricciones de la actividad económica)² asociadas a la disponibilidad de divisas.

La bibliografía canónica utiliza el término “dominancia fiscal” para identificar a los regímenes que supeditan su administración macroeconómica a las condiciones fiscales. En consonancia con esta lógica, la expresión “dominancia de la balanza de pagos”³ se refiere aquí a los regímenes cuya dinámica macroeconómica de corto plazo está determinada en gran medida por la incidencia de perturbaciones externas, ya sean estas de signo positivo o negativo. En este tipo de régimen, la balanza de pagos es el epicentro de fuertes perturbaciones cíclicas, relacionadas tanto con el comercio como con la disponibilidad, los plazos y los costos del financiamiento externo⁴. Estos últimos incluyen los movimientos de las primas de riesgo (reducciones durante los auges e incrementos durante las crisis) que refuerzan los efectos del comportamiento cíclico de la disponibilidad del financiamiento y pueden generar variaciones procíclicas de las tasas de interés locales. A su vez, tanto la cuenta comercial como la cuenta de capitales tienden a generar efectos cíclicos sobre el tipo de cambio (apreciaciones durante los auges y depreciaciones durante las crisis), cuyos efectos macroeconómicos son más ambiguos, ya que pueden ser expansionistas o contraccionistas en diferentes contextos. Ante esta multiplicidad de fuerzas que ejercen presión sobre las tasas de interés y el tipo de cambio, las autoridades macroeconómicas experimentan grandes dificultades para adoptar políticas contracíclicas efectivas.

Por esta razón, no es sorprendente que los instrumentos macroeconómicos más utilizados por los países en vías de desarrollo durante los viejos tiempos de la industrialización dirigida por el Estado (o de sustitución de importaciones, como suele denominarse a menudo) se hayan enfocado en el manejo de las perturbaciones externas, sobre todo las que afectaban la cuenta comercial, pero también, desde los años setenta⁵, la cuenta de capitales. El aparato intervencionista incluyó diversos instrumentos de protección arancelaria y paraarancelaria, promoción de exportaciones, controles de capitales, tipos de cambio

² Estas perturbaciones de la oferta que se basan en la escasez de divisas (es decir, que no supeditan la oferta agregada a la capacidad productiva, sino a la disponibilidad de divisas) deben diferenciarse de las que afectan al nivel de precios, a las cuales me refiero más adelante.

³ Uso este término, en vez de otras alternativas que serían más apropiadas en castellano, como *predominio*, o incluso *prevalencia*, porque es la opción terminológica establecida en la bibliografía previa, especialmente cuando se habla, como se señala en el texto, de “dominancia fiscal”. Combino el uso de dominancia de la balanza de pagos con expresiones equivalentes, como economías dominadas por la balanza de pagos o regímenes dominados por la balanza de pagos.

⁴ En algunos países también pueden ser importantes las variaciones que experimentan los flujos de las remesas enviadas por trabajadores migrantes.

⁵ Se sobreentiende que cuando hablo de las décadas del sesenta al noventa me refiero al siglo pasado.

múltiples y, desde la década de los sesenta, paridades móviles o “minidevaluaciones”, una innovación latinoamericana de importancia clave para la administración cambiaria en economías propensas a la inflación (Frenkel y Rapetti, 2011). El proceso de liberalización económica arrasó con la mayoría de estos instrumentos. La principal excepción fue el tipo de cambio, cuya flexibilidad se incrementó cada vez más para hacer posible el manejo de las perturbaciones externas a la cuenta de capitales. El tipo de cambio también se usó en varios casos para cumplir con objetivos de política interna, sobre todo para “anclar” el nivel de los precios en el marco de programas antiinflacionarios.

Este capítulo explora la naturaleza y las modalidades de las políticas macroeconómicas contracíclicas en regímenes dominados por la balanza de pagos. La siguiente sección pasa revista a las modalidades contemporáneas de esta dominancia. En la siguiente, el análisis se enfoca en las políticas fiscales contracíclicas, así como en el margen disponible para la autonomía monetaria y cambiaria en economías dominadas por la balanza de pagos. A lo largo del análisis se hace hincapié en la experiencia latinoamericana.

2. MODALIDADES CONTEMPORÁNEAS DE LA DOMINANCIA DE LA BALANZA DE PAGOS

El comercio internacional continúa generando perturbaciones cíclicas en los países en vías de desarrollo⁶. El ejemplo más notable son las variaciones de los términos de intercambio en las economías que dependen de las exportaciones de productos primarios. La crisis financiera del Atlántico Norte⁷ de 2007-2009 dejó en claro que las economías especializadas en manufacturas y servicios pueden experimentar también fuertes perturbaciones cíclicas de la demanda externa.

Sin embargo, el rasgo predominante desde mediados de los años setenta ha sido el lugar central que ocupa la cuenta de capitales en la generación de perturbaciones cíclicas para los países en vías de desarrollo que tienen acceso a los mercados privados de capitales. Más aún, a diferencia del papel decisivo que desempeñaron las cuentas fiscales durante el ciclo de financiamiento externo de las economías latinoamericanas de la década de los setenta y los traumáticos años ochenta, el eje en las décadas recientes ha sido el papel central que también cumple el financiamiento externo privado, con su correspondiente efecto procíclico en el gasto y los balances de los sectores privados nacionales. Una de sus manifestaciones ha sido la frecuencia que adquirieron las crisis “gemelas” de la banca nacional y el financiamiento externo desde principios de los años ochenta, cuyos pioneros fueron los países del Cono Sur, donde la liberalización financiera y de la cuenta de capitales fue temprana.

⁶ En esta denominación incluyo a las así llamadas “economías emergentes”, una categoría cuya definición es ambigua, pero que aquí se entiende como el creciente número de países en vías de desarrollo que han obtenido acceso a los mercados internacionales privados de capital.

⁷ Me refiero a lo que se conoce generalmente como la crisis financiera global. Sin embargo, como sus epicentros fueron los Estados Unidos y Europa Occidental, se debe denominar más correctamente como crisis del Atlántico Norte.

Sobra decir que dicho fenómeno se enmarca en la tendencia característica del financiamiento privado a experimentar ciclos de auge y caída, un tema central del análisis keynesiano, que Minsky (1982) ha desarrollado con particular lucidez. Entre otros autores que confirman este patrón, cabe destacar el clásico análisis de Kindleberger (véase Kindleberger y Aliber, 2005), el más reciente de Reinhart y Rogoff (2009), el de Akyüz (2011) en relación con las economías emergentes y el de Ffrench-Davis y Griffith-Jones (2011) con respecto a América Latina. A lo largo del ciclo económico, los agentes privados oscilan entre el “apetito por el riesgo” (o la subestimación del riesgo, para ser más exactos) y la “huida hacia la calidad” (o aversión al riesgo), tal como los denomina la terminología financiera. En el caso de los no residentes, esto se refleja en las fluctuaciones del financiamiento provisto a los agentes locales; en el caso de estos últimos, en la oscilación de la demanda relativa de activos en moneda nacional y en divisas, respectivamente, que genera repatriaciones de capitales durante los auges y fugas durante las crisis. A su vez, la retroalimentación de las opiniones y expectativas de distintos agentes produce contagios masivos que oscilan entre el optimismo y el pesimismo. Las asimetrías de información que caracterizan a los mercados financieros, los modelos de evaluación del riesgo y ciertas prácticas del mercado (como la tendencia a compararse con los competidores) tienden a acentuar estas tendencias.

Los ciclos de auge y caída golpean con mayor fuerza a aquellos agentes que los mercados financieros califican como riesgosos, cuyo acceso al financiamiento se facilita durante los auges, pero se raciona o encarece sustancialmente durante las subsiguientes crisis. Esa es la situación que suelen enfrentar las empresas pequeñas y los hogares de bajos ingresos en los países, incluso en mercados financieros maduros. También, es la condición típica del financiamiento externo para países emergentes y en vías de desarrollo durante las crisis (en la del Atlántico Norte incluyó también a varios países de la periferia europea). Una explicación de este fenómeno es la integración segmentada de estos países al mercado financiero global (Frenkel, 2008); es decir, su integración a un mercado segmentado por categorías de riesgo, que genera ciclos más profundos de auge y caída a los agentes que se consideran más riesgosos. Como resultado, las economías emergentes experimentan ciclos de auge y caída que no guardan relación directa con los fundamentos reales de su macroeconomía (Calvo y Talvi, 2008). Los países que el mercado considera “exitosos” se benefician con fuerza de los auges, pero el costo de ellos puede ser la acumulación de vulnerabilidades que pueden desembocar en una crisis, e incluso convertirlos en parias del mercado financiero global (Ffrench-Davis, 2001; Marfán, 2005).

La volatilidad se refleja tanto en el comportamiento de las primas de riesgo, como en la disponibilidad y los plazos del financiamiento. Los riesgos tienden a ser más pronunciados en los países en vías de desarrollo, debido a la proliferación de descalces cambiarios y de plazos en los balances del sector privado. Todo el financiamiento tiende a ser cíclico, pero ese patrón se agudiza en el de corto plazo (tanto préstamos como flujos de portafolio), que por ende suele ser particularmente riesgoso (Rodrik y Velasco, 2000). Un diagnóstico del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2011: capítulo 4) indica que la volatilidad de los flujos ha aumentado a lo largo del tiempo y en forma más marcada para las economías emergentes que para las avanzadas. Los préstamos bancarios son los más volátiles, seguidos por los capitales de portafolio, pero la volatilidad de la inversión extranjera directa (IED) también ha crecido hasta alcanzar niveles comparables a estos

últimos. En este caso, la creciente volatilidad puede ser un reflejo del incremento que han experimentado las IED financieras (los préstamos de casas matrices a empresas o bancos filiales) a lo largo del tiempo.

Los movimientos bruscos de corto plazo, como los que se generaron tras la moratoria rusa (agosto de 1998) y la quiebra de Lehman Brothers (septiembre de 2008), son particularmente traumáticos. Sin embargo, los fenómenos más difíciles de manejar en la práctica macroeconómica son los ciclos de *mediano plazo*, es decir, los que tienden a durar de siete a quince años. Desde los años setenta los países en vías de desarrollo han experimentado tres ciclos de este tipo, y se encuentran inmersos en un cuarto que no ha terminado: un auge en la segunda mitad de los años setenta, seguido de un colapso en los años ochenta; un auge entre 1990 y 1997 (con una breve interrupción por la crisis mexicana de diciembre de 1994), seguido de las crisis que afectaron a una buena parte de las economías emergentes a partir de las crisis en Asia Oriental en 1997 y la moratoria rusa de agosto de 1998; un nuevo auge entre 2003 y mediados de 2008, seguido de los efectos globales que causó la quiebra de Lehman Brothers, y un nuevo auge desde mediados de 2009, que puede estarse interrumpiendo a raíz de las crisis de algunas economías emergentes en 2018.

La evidencia histórica indica que las políticas adoptadas por las economías avanzadas con el fin de estabilizar los mercados financieros inciden de manera crucial en la duración de la fase descendente. En consonancia con esta observación, las intervenciones en gran escala tras el colapso de Lehman Brothers fueron decisivas para el retorno del mundo en desarrollo a condiciones financieras más normales en un lapso relativamente breve (alrededor de un año). Lo mismo puede decirse del masivo respaldo financiero que recibió México tras el estallido de su crisis en diciembre de 1994 (que le permitió recuperarse en pocos meses). En contraste, la tardía y débil respuesta a la moratoria mexicana de agosto de 1982 y a las crisis asiática y rusa de 1997-1998 desembocaron en crisis prolongadas de los mercados emergentes (ocho años en el primer caso y seis en el segundo).

Otro factor que ha mitigado la contundencia y la duración de las crisis es la menor vulnerabilidad de los países en vías de desarrollo frente a las perturbaciones externas, gracias al “autoaseguramiento” mediante la acumulación de reservas internacionales (o reservas de divisas) y al desarrollo de mercados nacionales de bonos, dos iniciativas que muchos de esos países emprendieron después de la crisis asiática, cuyo efecto combinado redujo la dependencia de sus gobiernos del financiamiento externo. Ambas iniciativas también contribuyeron a reducir la percepción de riesgo, tal como se reflejó en la fuerte caída de las primas correspondientes entre 2004 y 2007. Si bien esto podría interpretarse como indicio de una menor segmentación de los mercados financieros internacionales, su contrapartida de autoaseguramiento masivo indica que la segmentación del mercado sigue vigente en la economía global, pero también que es posible mitigar sus efectos por medio de políticas macroprudenciales.

Como ya he señalado, los problemas más acuciantes que generan los ciclos de auge y caída del financiamiento externo están asociados con el comportamiento procíclico del gasto privado y las vulnerabilidades en sus hojas de balance. Sin embargo, el panorama se complica aún más con la reducción del espacio disponible para las políticas contracíclicas tradicionales. De aquí se deduce que la clave para adoptar políticas contracíclicas es la ampliación del instrumental disponible, que permita a las autoridades manejar los efectos

internos de dichos ciclos externos. Este requisito cobra especial relevancia cuando entendemos que el problema de la estabilidad no se limita a los precios, sino que incluye la estabilidad real de las economías y de los sistemas financieros; en otras palabras, requiere la capacidad de evitar los ciclos económicos pronunciados y las crisis financieras internas.

De ahí que necesitemos analizar con mayor profundidad cuáles son políticas contracíclicas apropiadas para las economías que se caracterizan por la dominancia de la balanza de pagos. En el resto de este capítulo se abordan tres conjuntos de políticas y se explora, en particular, su capacidad para suavizar el ciclo económico: 1) las políticas fiscales; 2) las políticas monetarias y cambiarias (cuyas interconexiones demandan un análisis simultáneo), y 3) las “técnicas para administrar los flujos de capitales”, tal como las denominan Epstein *et al.* (2003) y Ocampo (2008), o “políticas macroprudenciales” según la terminología en boga.

3. POLÍTICAS FISCALES CONTRACÍCLICAS

La política fiscal siempre puede desempeñar una importante función contracíclica, pero está expuesta a fuertes demandas que la impulsan en la dirección opuesta, tanto por la presión que ejercen los mercados financieros como por aquellas que provienen de la economía política. En los países donde los precios de los productos básicos constituyen una fuente crucial de la recaudación pública, una de las mejores alternativas consiste en crear fondos de estabilización. Los ejemplos más destacados en América Latina son el Fondo Nacional del Café de Colombia (aunque gran parte de su función estabilizadora se perdió durante los años noventa) y los fondos chilenos para la estabilización del cobre; pero hoy este instrumento se ha extendido a muchas otras partes del mundo, sobre todo en el caso de economías exportadoras de petróleo y minerales. Sobre la base de esta experiencia, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal, 1998) propuso crear fondos generales con el fin de estabilizar los ingresos públicos mediante la absorción de su componente transitorio.

Esta iniciativa debe ir aparejada con la creación de reglas estructurales para el financiamiento del sector público, que Chile emprendió hace más de una década y Colombia más recientemente. La tarea no es fácil, desde luego, porque las tendencias del producto interno bruto (PIB) no son necesariamente independientes de las oscilaciones cíclicas, sobre todo en las economías de ciclos pronunciados (Heyman, 2000), así como en las que dependen de productos básicos, cuyos precios suelen estar sujetos a fluctuaciones de corto plazo que pueden alterar el rumbo de las tendencias. Sea como fuere, las reglas estructurales obligan a adoptar una trayectoria del gasto consistente con las tendencias de largo plazo de los ingresos corrientes de los gobiernos (tributarios y no tributarios). En términos estrictos, esto significa que la política fiscal sigue una trayectoria neutral a lo largo del ciclo económico (en otras palabras, es acíclica), y por lo tanto requiere el complemento de instrumentos estrictamente contracíclicos⁸. Por otra parte, si se quieren

⁸ Esto es lo que argumenta Ffrench-Davis (2010) en relación con los fondos fiscales chilenos.

evitar los rezagos en adoptar políticas fiscales contracíclicas, la mejor alternativa son los estabilizadores automáticos asociados con las políticas de gastos e impuestos.

En este sentido, la experiencia de las economías industrializadas indica que los mejores estabilizadores automáticos del gasto son los que se asocian a los sistemas de protección social, en particular el seguro de desempleo. Pero este último no parece ser el instrumento más apropiado para los países en vías de desarrollo, donde el sector informal desempeña un papel importante en la generación de empleo. Es probable que se necesiten instrumentos adicionales, como los planes de emergencia laboral que se ponen en marcha durante las crisis (y podrían diseñarse para que lo hagan de manera automática). Las transferencias monetarias condicionadas también se han usado en varios países latinoamericanos con este propósito durante las crisis; sin embargo, dado que son difíciles de reducir durante los auge, no pueden funcionar como una herramienta permanentemente contracíclica.

Los instrumentos impositivos pueden cumplir igualmente la función de estabilizadores automáticos. La mejor opción son los impuestos progresivos sobre la renta, pero hay otras alternativas que también pueden servir con este propósito, como los instrumentos para captar los beneficios imprevistos de los altos precios de productos básicos y que se absorben mediante los fondos de estabilización mencionados. La imposición de cargas tributarias a los flujos de capitales durante los auge puede justificarse con un argumento similar. Vale aclarar que este argumento es de índole fiscal, y por lo tanto difiere de los que se analizan en la próxima sección, enfocada en la administración monetaria y cambiaria. La misma lógica también puede aplicarse al diseño de un impuesto al valor agregado (IVA) con efectos contracíclicos. Una alternativa que han adoptado algunos países ha sido la reducción temporal de algunas tasas del IVA durante las crisis con el fin de estimular el consumo.

No obstante, las políticas fiscales contracíclicas enfrentan fuertes limitaciones, tanto por razones económicas como de economía política. Desde el punto de vista estrictamente económico, el problema principal es la restricción del financiamiento durante las crisis, así como la presión de los mercados (y a menudo del FMI) para que los gobiernos adopten políticas de austeridad en aras de generar “credibilidad” y ahuyentar el fantasma de una moratoria. Sin embargo, la decisión de adoptar políticas de austeridad durante las crisis crea la imposibilidad política de mantenerlas durante los auge, ya que genera un círculo vicioso de presiones en favor del gasto durante el subsiguiente auge, que se traduce en una política fiscal procíclica.

Durante los auge también resulta difícil, desde el punto de vista político, justificar la austeridad fiscal para compensar la “exuberancia” del gasto privado (Marfan, 2005). Este problema se exagera si el auge beneficia a los grupos de altos ingresos, en tanto que los recortes del gasto público que se podrían adoptar durante estos períodos afectan exclusivamente a los de ingresos más bajos, de modo tal que la política fiscal contracíclica surte un efecto regresivo en lo concerniente a la distribución del ingreso. Otra amenaza es el clásico problema de la inconsistencia intertemporal, como la tendencia a gastar los ahorros acumulados durante los auge (el caso de Chile durante el auge de 2003-2008) o a dilapidarlos vía recortes tributarios insostenibles (tal como ocurrió en los Estados Unidos durante la era G. W. Bush, después de los superávits que se generaron durante los gobiernos del Presidente Clinton).

La política fiscal contracíclica también puede generar ineficiencias en el gasto público (como la interrupción de proyectos que incrementa el costo de las inversiones) o inflexibilidades de largo plazo (gastos sociales que se crean durante las crisis, pero que adquieren carácter permanente). Además, el diseño de instrumentos fiscales contracíclicos no es una tarea fácil, tal como indica la oposición de los productores primarios a las cargas impositivas sobre los beneficios extraordinarios que obtienen durante los períodos de altos precios internacionales.

Todas estas razones ayudan a comprender por qué las políticas fiscales contracíclicas no son la regla, sino la excepción, en el mundo en desarrollo. De hecho, el estudio de Kaminsky *et al.* (2004) sobre los patrones cíclicos del gasto en más de cien países durante el período 1960-2003 indica que las políticas fiscales de los países en vías de desarrollo (sobre todo de África y América Latina) tienden a ser procíclicas, en contraste con la experiencia del mundo industrializado. Sobre la base de estos resultados, en Ocampo y Vos (2008: capítulo IV) hemos demostrado que este comportamiento procíclico se traduce en ritmos de crecimiento más bajos en el largo plazo. Tanto Martner y Tromben (2003) como Bello y Jiménez (2008) llegan a conclusiones similares con respecto al predominio de políticas fiscales procíclicas en América Latina durante los períodos 1990-2001 y 1990-2006, respectivamente.

En contra de la percepción general, esta situación se mantuvo durante el auge de 2003-2008 y la crisis de 2009⁹. Las políticas procíclicas se mantuvieron como regla en la mayoría de los países latinoamericanos, con unos pocos que persistieron en sus políticas expansionistas de gasto a lo largo de todo el ciclo, de modo tal que fueron procíclicos durante el auge, pero incorporaron aspectos contracíclicos durante la crisis. Solo un puñado de países aplicó políticas contracíclicas estrictas. De hecho, los patrones fiscales latinoamericanos de las últimas décadas se caracterizan por una respuesta rezagada del gasto a las variaciones de los ingresos corrientes a lo largo del ciclo económico (Ocampo, 2011a). Durante el auge de 2003-2008, por ejemplo, el gasto permaneció en niveles moderados durante las fases iniciales, pero adoptó una fuerte tendencia expansionista en las fases finales (2006-2008); en otras palabras, se volvió fuertemente procíclico al final del auge. Esta dinámica del gasto se mantuvo a lo largo de 2009, de modo tal que generó algunos efectos contracíclicos. El viraje de 2010 hacia la austeridad fue el resultado de la respuesta rezagada a la caída del recaudo de impuestos. El gasto público inició de nuevo su trayectoria ascendente en 2012-2014, para iniciar un nuevo ciclo de austeridad en el grueso de los países a partir de 2015.

4. AUTONOMÍA MONETARIA Y CAMBIARIA EN REGÍMENES DOMINADOS POR LA BALANZA DE PAGOS

La economía mundial de las últimas décadas abunda en ejemplos de las fuertes presiones procíclicas que ejercen los ciclos de auge y caída de los mercados financieros internacionales sobre las políticas monetarias y cambiarias de las economías en desarrollo y, en

⁹ Véanse, entre otros, BID (2008) y Ocampo (2009) sobre el auge, y FMI (2010: capítulo 4) y Ocampo (2011a) sobre el ciclo completo.

especial, de las emergentes. Estas presiones son más marcadas en las economías que han abierto su cuenta de capitales y enfrentan fuertes presiones para bajar las tasas de interés durante los auges e incrementarlas durante las crisis, en sincronía con las tendencias de los márgenes de riesgo en los mercados internacionales de capitales. Si las autoridades tratan de contrarrestar las presiones que generan los mercados sobre la actividad productiva con políticas monetarias contracíclicas, no hacen más que desplazar los efectos negativos hacia los mercados de divisas: aceleran las presiones de apreciación durante los auges, y las de depreciación durante las crisis. De aquí se deduce que las autoridades carecen de una verdadera autonomía en materia de políticas, ya que a lo sumo pueden elegir la opción menos inconveniente entre los efectos procíclicos sobre las tasas de interés y los tipos de cambio que generan los mercados financieros internacionales¹⁰. Aunque cada situación tiene sus matices, esta generalización capta una parte significativa de la verdad.

Los tipos de cambio flexible tienen los efectos más complejos, porque generan efectos ambiguos de corto plazo, pero también impactos claramente desfavorables en el largo plazo. El efecto contracíclico por excelencia se origina en la cuenta corriente de la balanza de pagos: la apreciación del tipo de cambio durante los auges conduce a un deterioro de la cuenta corriente, mientras que la depreciación durante las crisis redundará en una mejora de esa cuenta; ambas generan variaciones en el balance en cuenta corriente (aumento de exportaciones y reducción de importaciones) que contribuyen a la estabilización de la demanda agregada interna. Sin embargo, estos efectos contracíclicos se vuelven contra-productivos más allá de cierto nivel, dada la amplia evidencia que existe según la cual el deterioro de la cuenta corriente durante los auges es un caldo de cultivo para las crisis: si bien ayuda a “absorber” la oferta excedente de financiamiento externo durante los años de abundancia, se convierte en la principal fuente de vulnerabilidad cuando las entradas de capitales se reducen o se interrumpen durante las crisis. A su vez, la consiguiente volatilidad cambiaria genera incentivos inestables para las inversiones en la producción de bienes y servicios transables¹¹, con efectos nocivos, por lo tanto, sobre la diversificación de las exportaciones, la producción interna que compite con las importaciones y el crecimiento económico¹². De ahí que la macroeconomía estructuralista no vea con buenos ojos este efecto contracíclico de los movimientos cambiarios¹³.

Estos efectos tienden a ser más débiles, especialmente a corto plazo, que los efectos procíclicos de las fluctuaciones cambiarias, que actúan en dos canales diferentes y explican los efectos ambiguos de los flujos de capitales sobre la demanda agregada a lo largo del ciclo económico. Los primeros y más importantes son los que afectan a las hojas de balance en las economías donde el sector privado es un deudor neto con el resto del

¹⁰ Aquí hay algunas similitudes con la posición de Robert Mundell (1963) sobre la política monetaria en el marco de un régimen basado en los tipos de cambio fijo. De acuerdo con la hoy clásica interpretación de este autor, las autoridades no determinan la oferta de dinero, pero pueden modificar la composición de los activos externos e internos en poder del banco central.

¹¹ De más está decir que esto ocurre solo con los inversores que tienen aversión al riesgo, pero lo planteo como el caso general.

¹² Sobre esto último, véanse Rodrik (2008) y Rapetti (2016).

¹³ Véanse, por ejemplo, Frenkel (2007); Ocampo (2003 y 2008); Ocampo *et al.* (2009); Stiglitz *et al.* (2006).

mundo¹⁴. En tales casos, los efectos son claramente procíclicos: la apreciación durante los auges genera ganancias de capital que tienden a incrementar la demanda agregada, mientras que la depreciación durante las crisis causa pérdidas de capital y efectos recesivos. Los segundos efectos son de carácter distributivo y constituyen un foco importante de la bibliografía tradicional sobre los efectos contraccionistas de la devaluación (Díaz-Alejandro, 1988: capítulo 1; Krugman y Taylor, 1978) —cuya contrapartida, cabe agregar, son los efectos expansionistas de la revaluación—. Los más visibles son los efectos del tipo de cambio en los salarios reales: la apreciación durante los auges tiende a incrementar los salarios, e induce un efecto expansionista, dada la alta propensión a consumir esos ingresos, mientras que la depreciación genera el efecto contrario durante las crisis.

La literatura macroeconómica tradicional ha resaltado las restricciones que enfrentan las autoridades económicas con lo que se conoce como el “trilema” de las economías abiertas. El aspecto más importante de este “trilema” es el hecho de que los países con cuentas de capitales abiertas pueden controlar el tipo de cambio o la tasa de interés, pero no ambas al mismo tiempo. Antes de la crisis más reciente, varios economistas defendían la necesidad de establecer regímenes cambiarios “creíbles”, que a su juicio se limitaban a una de dos opciones: la flexibilidad total —que permite mantener la autonomía monetaria, pero a cambio de renunciar a toda posibilidad de administrar el tipo de cambio— o las paridades totalmente “rígidas”. El segundo caso implica la pérdida de la autonomía tanto monetaria como cambiaria; en otras palabras, es la versión actual de las “reglas de juego” que imponía en su momento el patrón oro, con sus correspondientes efectos procíclicos¹⁵. Este sistema se establece con el propósito de evitar los flujos especulativos desestabilizadores que tienden a ser importantes en los regímenes de los tipos de cambio fijo, pero ajustables. Sin embargo, la experiencia histórica indica que los flujos desestabilizadores no siempre están ausentes cuando hay tipos de cambio rigurosamente fijos, de hecho, que el colapso de estos regímenes es caótico, tal como quedó en claro con el desmoronamiento del patrón oro durante los años treinta, así como con el turbulento final de la convertibilidad argentina en los primeros años del siglo XXI.

En contraste, la opción que combina tipos de cambio flexible con políticas monetarias orientadas a cumplir metas de inflación tiene ciertas virtudes contracíclicas, pero que solo surten efecto si el principal determinante de la inflación es la demanda agregada¹⁶. Sin embargo, como ya hemos visto, en los regímenes dominados por la balanza de pagos las variaciones del tipo de cambio pueden surtir efectos procíclicos sobre la demanda

¹⁴ También puede ocurrir con los balances del sector público, pero estos efectos pueden acomodarse en una política fiscal contracíclica bien diseñada.

¹⁵ Podría decirse que esta fue la situación de la periferia europea durante la crisis del Atlántico Norte. Sin embargo, en el caso de los países periféricos que forman parte de la zona del euro, la verdadera raíz del problema fue la combinación de reglas fiscales que impedían adoptar una política fiscal contracíclica y la renuencia parcial del Banco Central Europeo (BCE) a ejercer en forma rigurosa su función contracíclica, en particular para contrarrestar los incrementos que generaron los mercados de capitales privados sobre las primas de riesgo de esos países. El BCE ha descrito este fenómeno como imperfecciones de los mecanismos de transmisión que forman parte de su política monetaria.

¹⁶ Esto refleja el caso que la bibliografía ha denominado como la coincidencia divina entre el logro de las metas de inflación y el mantenimiento del pleno empleo. Sin embargo, este resultado no se ha logrado siquiera en las economías más desarrolladas, menos aún durante la crisis del Atlántico Norte. Véase, en particular, Blanchard (2012).

agregada. Más aún, los efectos directos de las variaciones del tipo de cambio sobre los precios internos van en sentido contrario a las previstas por el análisis tradicional de metas de inflación y, por lo tanto, pueden conducir a las autoridades, a adoptar políticas procíclicas. En efecto, si la apreciación reduce el nivel de los precios durante los auges, es factible que las autoridades no aumenten las tasas de interés en la proporción requerida para enfriar la demanda interna; a su vez, el efecto inflacionario de la depreciación durante las crisis puede redundar en la decisión de las autoridades de incrementar las tasas de interés para apaciguar dicho efecto inflacionario. Como cabría esperar, el análisis teórico de las metas de inflación en economías abiertas indica que la aplicación estricta de estas metas tiende a acentuar los ciclos económicos (Svensson, 2000).

Estos problemas pueden corregirse mediante un régimen de metas “flexibles” de inflación que también tome en cuenta la volatilidad de la actividad económica. Sin embargo, los fundamentos de la teoría de metas de inflación tienden a debilitarse considerablemente bajo la dominancia de la balanza de pagos, debido a que la demanda agregada y el nivel de los precios internos tienen fuertes determinantes externos. Tal como indica el análisis estructuralista tradicional de los determinantes de la inflación, esto puede complicarse con los mecanismos de indexación. Las metas de inflación también presuponen que la demanda responde a las tasas de interés y que aquella que fija el banco central afecta estructuralmente a las otras tasas; ambos supuestos pueden resultar inapropiados en muchos países en vías de desarrollo (por no decir en la mayoría), debido a las limitaciones en el desarrollo de sus sistemas financieros internos.

Todas las razones precedentes indican la necesidad de reemplazar los regímenes estrictos de metas de inflación por reglas que admitan que los bancos centrales tienen objetivos múltiples. En el caso de los países en vías de desarrollo, los bancos centrales deben tener al menos tres objetivos: inflación, actividad económica (empleo) y tipo de cambio¹⁷. Hoy también existe un consenso generalizado sobre la necesidad de agregar la estabilidad financiera entre los objetivos de los bancos centrales, dadas sus claras dimensiones macroeconómicas. De lo anterior no se deduce que la inflación pueda relegarse a un lugar subordinado o contingente al logro de otros objetivos: en economías propensas a la inflación, como las de Latinoamérica, este debe ser uno de sus objetivos prioritarios.

De acuerdo con una lectura alternativa del trilema, lo que debe eliminarse es la plena liberalización de la cuenta de capitales. Más aún, los múltiples objetivos que deben cumplir las autoridades monetarias indican que una función de los bancos centrales es la búsqueda activa de *más instrumentos*¹⁸. Ello es aún más pertinente si se tiene en cuenta el hecho de que los instrumentos individuales suelen tener una eficacia limitada —de lo cual se deduce, además, que la cantidad de instrumentos debe exceder en general a la cantidad de objetivos—. En cierto modo, esta es la lección más importante que nos ha legado el manejo de economías abiertas: el alto costo que se paga por renunciar al uso de ciertos instrumentos en las economías dominadas por la balanza de pagos. Los países que liberalizaron las cuentas comercial y de capitales tuvieron que dejar de lado muchos ins-

¹⁷ Es interesante señalar que el tipo de cambio no es un objetivo de política para la Reserva Federal (Fed) estadounidense, pero la ley que la regula le ha señalado como sus objetivos: el “máximo” empleo, el control de la inflación y tasas de interés moderadas de largo plazo.

¹⁸ Un conocido ensayo de Stiglitz (1998) versa sobre este mensaje.

trumentos que en el pasado habían servido para manejar las perturbaciones externas, sin haber creado nuevas opciones para manejar los problemas que enfrentan las economías abiertas. Además, dado que las perturbaciones cambiarias que enfrentan estas economías son procíclicas, se ha puesto una carga excesiva sobre el tipo de cambio que, como hemos visto, no siempre desempeña un papel contracíclico.

Frente a estos dilemas, muchas autoridades de los países emergentes y en desarrollo han comprobado pragmáticamente no solo que los regímenes cambiarios extremos son inapropiados, sino que resulta imprescindible ampliar el conjunto de instrumentos para sortear los escollos típicos de economías dominadas por la balanza de pagos. Los dos instrumentos favoritos han sido el manejo activo de las reservas internacionales, generalmente esterilizadas, y el retorno a alguna forma de regulación de la cuenta de capitales. Ambos ofrecen un claro uso contracíclico y explican por qué las economías emergentes tienden a favorecer los regímenes cambiarios “intermedios”, en particular la flexibilidad *administrada* del tipo de cambio (Ocampo, 2017: cap. 3), que en algunos países es una flexibilidad *muy* administrada (un ejemplo importante en América Latina es Perú). A esto se ha agregado un nuevo conjunto de instrumentos de regulación prudencial financiera o cambiaria. Dichos instrumentos, junto a los que sirven para administrar la cuenta de capitales, forman parte de lo que hoy se conoce como política macroprudencial. Es interesante señalar que algunos analistas también incluyen bajo este concepto a ciertos instrumentos de administración monetaria que eran comunes en el pasado —como los encajes sobre los depósitos bancarios— y que varios países ya habían comenzado a usar de nuevo antes de la crisis del Atlántico Norte¹⁹.

La ventaja esencial que ofrece la administración activa de las reservas internacionales es la posibilidad, dentro de ciertos límites, de controlar simultáneamente la tasa de interés y el tipo de cambio (véase el análisis de Frenkel, 2007). Ello requiere una acumulación esterilizada de reservas de divisas durante los auges, que en la subsiguiente crisis funcionará como un respaldo para ampliar el margen de maniobra en materia de política macroeconómica (autoaseguramiento). La administración de las reservas internacionales también ayuda a suavizar los efectos de los flujos de capitales sobre los tipos de cambio y, por lo tanto, los incentivos inestables a la producción de bienes transables que genera la flexibilidad cambiaria. Obviamente, las intervenciones esterilizadas tienden a ser costosas: en el ámbito interno generan pérdidas, ya que el retorno sobre la inversión de reservas es inferior (generalmente muy inferior) a los costos que generan los flujos de capitales; para los bancos centrales también puede haber pérdidas si los instrumentos de esterilización son más costosos que el retorno sobre las reservas, incluidas las ganancias y pérdidas de capital que genera la administración de las reservas internacionales a lo largo del ciclo económico (este problema es menos importante en economías con bajas tasas de interés locales).

Estos costos permiten entrever los beneficios significativos que pueden derivarse de las políticas orientadas a evitar la afluencia excesiva de capitales. Hay una tendencia a usar el término “control” con referencia a las intervenciones en la cuenta de capitales,

¹⁹ Véase FMI (2010: capítulo 3); sin embargo, conviene establecer una diferencia clara entre los instrumentos de regulación monetaria y prudencial.

en lugar de conceptos más apropiados, como los de “regulación” o “administración” de dicha cuenta. De hecho, las regulaciones sobre los flujos de capitales son de índole similar a otros tipos de regulaciones: pueden ser cuantitativas/administrativas (como las prohibiciones o límites a ciertas posiciones) o pueden basarse en el precio (como los encajes o depósitos obligatorios sobre entradas o salidas de capitales). Además, las regulaciones orientadas a evitar las afluencias excesivas de capitales son de naturaleza claramente prudencial, en la medida en que apuntan a corregir los riesgos asociados con flujos excesivos de este tipo.

Las regulaciones de la cuenta de capitales funcionan de dos maneras diferentes: permiten mejorar la estructura de pasivos de los países mediante la reducción relativa de los flujos más volátiles, e incrementan el margen de maniobra para la política monetaria contracíclica. En este último sentido, dichas regulaciones expanden la autonomía de la política macroeconómica. Por otra parte, la bibliografía sobre el tema indica que las regulaciones de la cuenta de capitales pueden surtir efectos limitados y transitorios —véase, por ejemplo, Ocampo (2008) y Ostry *et al.* (2010)—. Sin embargo, esto no quiere decir que no convenga usarlas, sino más bien que es preciso hacerlo en la magnitud necesaria para asegurar su eficacia, así como de una manera que permita ajustarlas dinámicamente para compensar la tendencia de los mercados financieros a eludir su cumplimiento. De todos modos, el costo de los mecanismos diseñados para evadir las regulaciones indica que estas son, como mínimo, parcialmente efectivas. Entre los nuevos instrumentos que es posible diseñar, uno de los más atractivos es un encaje sobre los *pasivos* en divisas de agentes financieros y no financieros, que podría sustituir al tradicional encaje sobre la entrada de capitales. De esta manera, el nuevo instrumento también sería más semejante a los que se han usado tradicionalmente en el marco de la regulación monetaria y prudencial, más enfocada en los saldos que en los flujos.

Las regulaciones de la cuenta de capitales con fines contracíclicos pueden complementarse con regulaciones prudenciales internas, tal como sugirieron el Banco de Pagos Internacionales (BPI) y la Cepal hace más de una década, y como se practicó en España desde 2000²⁰. La crisis del Atlántico Norte finalmente persuadió a las autoridades de muchos países sobre las bondades de estos instrumentos. La modalidad adoptada por el Comité de Basilea en 2010 gira en torno al capital como instrumento contracíclico por excelencia, pero puede complementarse con el uso contracíclico de las provisiones para deudas de dudoso recaudo (el sistema español) y requisitos de liquidez, así como con los instrumentos que apuntan a moderar los efectos procíclicos de las fluctuaciones en los precios de los activos, entre otros. En cuanto a los países emergentes y en desarrollo, un ingrediente esencial de estas regulaciones debe ser el manejo de los descalses cambiarios en las carteras, que tienden a generar riesgos nada menores y son una de las razones básicas por las cuales las fluctuaciones cambiarias pueden surtir efectos procíclicos. Las disposiciones fiscales también pueden servir a este propósito, en particular mediante el tratamiento impositivo del servicio de la deuda externa (no permitir, o permitir solo

²⁰ Véase la reseña sobre el debate de este tema en Griffith-Jones y Ocampo (2010), así como un análisis de la experiencia española en Saurina (2009).

parcialmente la deducción de los costos correspondientes), tal como sugieren Stiglitz y Bhattacharya (2000).

La bibliografía empírica reciente coincide en señalar la reducción de la vulnerabilidad externa como causa clave del desempeño relativamente bueno que exhibieron los países en vías de desarrollo durante la crisis del Atlántico Norte. La menor vulnerabilidad externa se asocia empíricamente con una combinación de cinco factores: 1) reducción de los déficits en cuenta corriente; 2) tipos de cambio competitivos; 3) alto nivel de reservas internacionales; 4) reducción del peso relativo de los pasivos externos de corto plazo, y 5) regulación de la cuenta de capitales²¹. Esto confirma la idea según la cual la dominancia de la balanza de pagos es un problema de gran envergadura que los países en vías de desarrollo deben aprender a manejar para mejorar su desempeño macroeconómico. Otros factores, como la solidez de las cuentas fiscales (con importantes excepciones, incluido el caso de India) y los bancos centrales independientes que siguen metas de inflación, son menos importantes. Los regímenes cambiarios que admiten cierto grado de flexibilidad inciden también de manera positiva en estos resultados, sobre todo en los países medianos y grandes del mundo en desarrollo; sin embargo, tal como indican los argumentos presentados a lo largo de este capítulo, los regímenes administrados que combinan la flexibilidad con una activa administración contracíclica de las reservas internacionales son la mejor alternativa²².

5. CONCLUSIONES

La dominancia de la balanza de pagos se define aquí como un régimen macroeconómico cuya dinámica de corto plazo está determinada en esencia por perturbaciones externas, tanto positivas como negativas. Tal como se ha argumentado a lo largo del presente capítulo, este es el régimen predominante en las economías emergentes y en vías de desarrollo. Aunque las perturbaciones comerciales desempeñan un papel importante, las principales perturbaciones procíclicas se asocian con los ciclos de auge y caída del financiamiento externo. Los desafíos en materia de política se relacionan no solo con el manejo de estas perturbaciones, sino también con la necesidad de ampliar el espacio para políticas macroeconómicas contracíclicas, ya que los ciclos de auge y caída tienden a ejercer presiones que inducen el comportamiento procíclico de las políticas monetarias y cambiarias. Las políticas fiscales contracíclicas pueden incidir en este proceso, pero están sujetas a fuertes restricciones económicas y de economía política, que explican su tendencia al comportamiento procíclico. La mejor apuesta es el diseño de políticas que apunten a reducir las vulnerabilidades *externas*, mediante una combinación de flexibilidad cambiaria administrada, manejo activo de las reservas internacionales, menor dependencia de los préstamos externos y uso de regulaciones macroprudenciales, incluidas las que afectan directamente la cuenta de capitales.

²¹ Véanse, entre muchos otros, Frankel y Saravelos (2010), Frenkel (2010), Llaudes *et al.* (2010), Ostry *et al.* (2010) y Erten y Ocampo (2017).

²² El análisis clásico de los regímenes intermedios continúa siendo el de Williamson (2000).

REFERENCIAS

- Akyüz, Yilmaz (2011). “Capital Flows to Developing Countries in a Historical Perspective: Will the Current Boom End in a Bust?”, documento de investigación, núm. 37, marzo, Ginebra: South Centre.
- Bello, Ómar y Juan Pablo Jiménez (2008). “Política fiscal y ciclo económico en América Latina”, División de Desarrollo Económico-Cepal, Santiago de Chile: Cepal.
- Blanchard, Olivier (2012). “Monetary Policy in the Wake of the Crisis”, en Olivier Blanchard, David Romer, Michael Spence y Joseph Stiglitz (eds.), *In the Wake of Crisis: Leading Economists Reassess Economic Policy*, Cambridge: MIT Press, capítulo 1.
- Calvo, Guillermo y Ernesto Talvi (2008). “Sudden Stop, Financial Factors and Economic Collapse: A View from the Latin American Frontlines”, en Narcís Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered: Towards a New Global Governance*, Nueva York: Oxford University Press.
- (Comisión económica para América Latina y el Caribe (Cepal, 1998). *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos*, Santiago de Chile: Serie Libros de la Cepal, núm. 47.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (1988). *Trade, Development and the World Economy: Selected Essays of Carlos Díaz-Alejandro*, Andrés Velasco (ed.), Oxford: Basil Blackwell.
- Epstein, Gerald; Ilene Grabel y Kwame Sundaram Jomo (2003). “Capital Management Techniques in Developing Countries”, en Ariel Buira (ed.), *Challenges to the World Bank and the IMF: Developing Country Perspectives*, Londres: Anthem Press, capítulo 6.
- Erten, Bilge y José Antonio Ocampo (2016). “Macroeconomic Effects of Capital Account Regulations”, *IMF Economic Review*, vol. 65, núm. 2, junio, pp. 193-240.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2001). *Financial Crises in ‘Successful’ Emerging Economies*, Washington, D. C.: Brookings Institution Press y Cepal.
- Ffrench-Davis, Ricardo (2010). “Latin America: The Structural Fiscal Balance Policy in Chile: A Move toward Countercyclical Macroeconomics”, *Journal of Globalization and Development*, vol. 1, núm. 1, artículo 14.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (2011). “Taming Capital Account Shocks: Managing Booms and Busts”, en José Antonio Ocampo y Jaime Ros (eds.), *Handbook of Latin American Economics*, Nueva York: Oxford University Press, capítulo 7.
- Fondo Monetario Internacional (2010). *Regional Economic Outlook, Western Hemisphere: Heating up in the South, Cooler in the North*, octubre.
- Fondo Monetario Internacional (2011). *World Economic Outlook*, abril.
- Frankel, Jeffrey y George Saravelos (2010). “Are Leading Indicators of Financial Crises Useful for Assessing Country Vulnerability? Evidence from the 2008-2009 Global Crisis”, documento de trabajo, núm. 16.047, National Bureau of Economic Research, junio.
- Frenkel, Roberto (2007). “La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria”, *Revista de la CEPAL*, núm. 93, diciembre.

- Frenkel, Roberto (2008). “From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps”, en José Antonio Ocampo y Joseph E. Stiglitz (eds.), *Capital Market Liberalization and Development*, Nueva York: Oxford University Press, capítulo 4.
- Frenkel, Roberto; Rapetti, Martin (2011), “Exchange Rate Regimes in Latin America”, en José Antonio Ocampo y Jaime Ros (eds.), *Handbook of Latin American Economics*, Nueva York: Oxford University Press, capítulo 8.
- Griffith-Jones, Stephany y José Antonio Ocampo (2010), “Building on the Counter-Cyclical Consensus: A Policy Agenda” [en línea], Grupo de los 24, Documentos de Investigación, disponible en: <https://www.g24.org/wp-content/uploads/2016/01/Building-on-the-counter-cyclical-consensus.pdf>
- Heymann, Daniel (2000). “Grandes perturbaciones macroeconómicas, expectativas y respuestas de política”, *Revista de la Cepal*, núm. 80, abril.
- Inter-American Development Bank (BID, 2008). *All that Glitters May Not Be Gold: Assessing Latin America’s Recent Macroeconomic Performance*, Washington, abril.
- Kaminsky, Graciela L.; Carmen M. Reinhart y Carlos A. Végh (2004). “When It Rains, It Tours: Pro-cyclical Capital Flows and Macroeconomic Policies”, documento de trabajo, núm. 10780, National Bureau for Economic Research, Cambridge, septiembre.
- Kindleberger, Charles P. y Robert Aliber (2005). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (5.ª edición), Nueva York: John Wiley and Sons.
- Krugman, Paul y Lance Taylor (1978). “Contractionary effects of devaluations”, *Journal of International Economics*, vol. 8, pp. 445-456.
- Llaudes, Ricardo; Ferhan Salman y Mali Chivakul (2010). “The Impact of the Great Recession on Emerging Markets”, documento de trabajo, núm. WP/10/237, Fondo Monetario Internacional, octubre.
- Marfán, Manuel (2005). “La eficacia de la política fiscal y los déficits privados: un enfoque macroeconómico”, en José Antonio Ocampo (comp.), *Más allá de las reformas: dinámica estructural y vulnerabilidad macroeconómica*, Bogotá: Cepal, Banco Mundial y Alfaomega.
- Martner, Ricardo y Varinia Tromben (2003). “Tax Reforms and Fiscal Stabilization in Latin America”, en *Tax Policy*, Public Finance Workshop Proceedings, Departamento de Investigación de Banca d’Italia, Roma, pp. 140-71.
- Minsky, Hyman P. (1982). *Can “it” Happen Again?: Essays on Instability and Finance*, Nueva York: M. E. Sharpe.
- Mundell, Robert (1963). “Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates”, *Canadian Journal of Economics and Political Science*, vol, 29, núm. 4, pp. 475-485.
- Ocampo, José Antonio (2003). “Capital Account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries”, en Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones (eds.), *From Capital Surges to Drought: Seeking Stability for Emerging Markets*, Londres: Palgrave/Macmillan.
- Ocampo, José Antonio (2008). “A Broad View of Macroeconomic Stability”, en Narcís Serra y Joseph E. Stiglitz (eds.), *The Washington Consensus Reconsidered*, Nueva York: Oxford University Press, capítulo 6.

- Ocampo, José Antonio (2009). “Latin America and the Global Financial Crisis”, *Cambridge Journal of Economics*, vol. 33, núm. 4, julio.
- Ocampo, José Antonio (2011a). “¿Cómo fue el desempeño de América Latina durante la crisis financiera global?”, *Ensayos Económicos*, núm. 61/62, enero-julio, Banco Central de la República Argentina.
- Ocampo, José Antonio (2011b). “Macroeconomía para el desarrollo: políticas contracíclicas y transformación productiva”, *Revista de la Cepal*, núm. 104, agosto.
- Ocampo, José Antonio (2017). *Resetting the International Monetary (Non)System*, Oxford y Helsinki: Oxford University Press y UNU-Wider.
- Ocampo, José Antonio; Vos, Robert (2008), *Uneven Economic Development*, Himayatnagar, Londres y Penang: Orient Longman, Zed Books y Third World Network.
- Ocampo, José Antonio; Codrina Rada y Lance Taylor (2009). *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*, Nueva York: Columbia University Press.
- Ostry, Jonathan D.; Atish R. Ghosh; Karl Habermeir; Marcos Chamon; Mahvash S. Qureshi y Dennis D. S. Reinhardt (2010). “Capital Inflows: The Role of Controls” [en línea], IMF Staff Position Note, núm. SPN/10/04, 19 de febrero, disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2010/spn1004.pdf>
- Rapetti, Martín (2016). “The Real Exchange Rate and Economic Growth: Some Observations on the Possible Channels”, en Mario Damill, Martín Rapetti y Guillermo Rozenwurcell (eds.), *Macroeconomics and Development: Roberto Frenkel and the Economics of Latin America*, Nueva York: Columbia University Press, capítulo 12.
- Reinhart, Carmen y Kenneth Rogoff (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton: Princeton University Press, 2009.
- Rodrik, Dani (2008). “The Real Exchange Rate and Economic Growth”, *Brookings Papers on Economic Activity*, núm. 2, pp. 365-412.
- Rodrik, Dani y Andrés Velasco (2000). “Short-Term Capital Flows”, en *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*, Washington, D. C.: Banco Mundial, pp. 59-90.
- Saurina, Jesús (2009). “Dynamic Provisioning, The Experience of Spain”, Nota de Política, núm. No. 7, julio, World Bank, Financial y Private Sector Development Vice-presidency.
- Stiglitz, Joseph E. (1998). “More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus” [en línea], UNU-Wider, 2.ª Conferencia Anual, disponible en: <https://www.globalpolicy.org/component/content/article/209/43245.html>
- Stiglitz, Joseph 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*, Washington, D.C.: Banco Mundial, pp. 91-130.
- Stiglitz, Joseph E.; José Antonio Ocampo; Shari Spiegel; Ricardo Ffrench-Davis y Deepak Nayyar (2006). *Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization, and Development*, Nueva York: Oxford University Press for the Initiative for Policy Dialogue, Universidad de Columbia.

Svensson, Lars E. O. (2000). "Open-economy Inflation Targeting", *Journal of International Economics*, vol. 50, pp. 155-183.

Williamson, John (2000). *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Washington, D.C.: Institution for International Economics, Análisis de Políticas de Economía Internacional, núm. 60.