

## LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

### Ocho lecciones de y para América Latina\*

*Liliana Rojas-Suarez\*\**

#### RESUMEN

La crisis financiera internacional del 2008-2009 puso de manifiesto las fortalezas y debilidades del paradigma prevaleciente en materia de desarrollo en América Latina. Éste se basa en una cuenta de capitales liberada que a su vez ha mejorado de manera importante las condiciones macroeconómicas. Este artículo proporciona lecciones provenientes de la crisis, no solamente para la región, sino para otros países en desarrollo que buscan conseguir crecimiento económico en un contexto de mayor integración a los mercados internacionales de capital. Algunas de las lecciones no son nuevas pero han sido reforzadas con la crisis, como la necesidad de que América Latina diversifique sus exportaciones (no sólo de productos sino de socios comerciales). Otras lecciones desmitifican otros elementos, como por ejemplo la imposibilidad de aplicar políticas contracíclicas, al menos del lado monetario. Otras lecciones incluyen *i*) el papel relativo de la banca nacional y extranjera como amortiguadores de los choques financieros externos, y *ii*) el costo potencial de adoptar regulaciones financieras internacionales que no tomen en consideración el desarrollo de cada país. Tomadas en conjunto, las lecciones arrojan un nuevo sentido de optimismo para el crecimiento de América Latina.

\* *Palabras clave:* América Latina, crisis financiera, mercados de capital. *Clasificación JEL:* F0, F54, O54. Artículo recibido en agosto de 2012 [traducción del inglés de Karina Azanza y Brian McDougall]. Publicado originalmente en Nancy Birdsall y Francis Fukuyama (comps.), *New Ideas on Development After the Financial Crisis*, Washington, Johns Hopkins University Press, 2011.

\*\* Investigadora principal del Center for Global Development.

## ABSTRACT

The international financial crisis of 2008-09 exposed the strengths and weaknesses of the current paradigm of development in Latin America, a paradigm based on liberalized capital accounts and significantly improved macroeconomic conditions. This paper presents lessons derived from the crisis, not only for the region it self, but also for other developing countries that might seek economic growth in the context of greater integration to the international capital markets. Some of the lessons are not new but have been reinforced by the crisis, such as Latin America's imperative need for export diversification (not only in products but in partners). Other lessons break with longstanding myths about the region, such as its inability to undertake counter-cyclical policies — at least on the monetary side. Yet other lessons reflect new developments in the current growth paradigm, such as a renewed assessment of (1) the relative roles of foreign and domestic banks in shielding the financial system against external shocks and (2) the potential costs of adopting blanket international financial regulations that do not account for a country's degree of development. Taken together, the lessons in this paper bring a new sense of optimism for growth in Latin America.

## INTRODUCCIÓN Y ANTECEDENTES

**D**urante el pasado siglo a América Latina no le han faltado ideas acerca de los modelos de desarrollo. De hecho, algunos analistas han llegado a la conclusión de que esta región del mundo lo ha intentado todo: desde un enfoque en las exportaciones como motor de crecimiento hasta onerosos aranceles y un sesgo nacionalista; desde cuantiosas intervenciones gubernamentales hasta un enfoque de libre mercado, y desde la autocracia hasta la democracia. A pesar de todos estos distintos enfoques, América Latina ha presentado una pauta repetitiva de intensa volatilidad económica.

Para ser más precisos, desde inicios del siglo XX, ha habido tres claros modelos de desarrollo económico. Dos de ellos han sido derrocados y el modelo actual ha sufrido severas críticas en lo que va del decenio. La tendencia de estos paradigmas predominantes ha sido muy sencilla. Una crisis económica deriva en un nuevo paradigma que lentamente amplía su campo de influencia y universalidad; pronto, el paradigma se afianza en la región, genera un crecimiento marginal para los países y, por lo general, comienza a presentar problemas crónicos; que se convierten en una crisis, misma que

da origen a un nuevo cambio de paradigmas. Ahora el modelo económico más reciente, aquel de los mercados abiertos y no regulados, se ha puesto a prueba con las graves crisis financieras internacionales, lo que permite derivar algunas lecciones de dicha experiencia. No obstante, a diferencia de los episodios de crisis anteriores, la región no da ninguna señal de pretender abandonar su paradigma más reciente.

Una breve historia de la evolución de los modelos de crecimiento en América Latina nos ayuda a entender las opciones por las que últimamente han optado los encargados de formular políticas y a extraer lecciones para la futura toma de decisiones.<sup>1</sup> El primer modelo, conocido como el modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones, se adoptó durante el periodo que precedió al decenio de los treinta del siglo pasado, cuando el rápido avance de la industrialización en el extranjero se tradujo en una mayor demanda mundial de los bienes primarios de América Latina, como son la plata, el cobre, la lana, el algodón, el café, los cereales y, posteriormente, el petróleo. Partiendo de la hipótesis de que la región debería especializarse en la fabricación de productos básicos, las políticas públicas se enfocaron en la protección de los intereses de los exportadores, a la vez que se soslayaron las mejoras a los servicios sociales como la salud y la educación.<sup>2</sup> El modelo generó crecimiento durante el decenio de los veinte, pero a medida que las economías de América Latina comenzaron a especializarse seriamente en la producción de materias primas específicas, las debilidades del modelo comenzaron a aflorar. La falta de diversificación dejó la salud de las economías de América Latina a merced de los cambiantes precios de los productos básicos, los alimentos y las materias primas. Estos problemas se hicieron crónicos e irreversibles cuando sobrevino la Gran Depresión y la demanda de bienes primarios se colapsó en el extranjero. Como resultado, la demanda externa ya no fue capaz de impulsar la actividad económica de la región. Los encargados de formular políticas voltearon la mirada hacia el interior, a la economía nacional.

El siguiente paradigma fue la industrialización por sustitución de importaciones, o ISI. Con este nuevo modelo, propugnado por Raúl Prebisch, América Latina cambió su enfoque hacia la producción industrial y utili-

<sup>1</sup> Véase en Shixue (2001) y Sánchez Anochea (2007) un análisis más profundo de estos modelos de desarrollo.

<sup>2</sup> Este modelo dio como resultado una economía dual, en la que coexistían un sector exportador moderno y un “sector tradicional” gravemente subdesarrollado que producía artesanías en las zonas urbanas y productos agrícolas para consumo interno en las zonas rurales.

zó como motor su propio mercado. Las metas principales de la ISI fueron obtener independencia económica, reducir la vulnerabilidad a los choques externos como la Gran Depresión y crear más empleos locales. Durante ese periodo se aumentaron los aranceles a los bienes de importación y los gobiernos instrumentaron estímulos industriales para impulsar la creación de fábricas e industrias comerciales más elaboradas.

En sus inicios este modelo tuvo éxito en el sentido de que la industria manufacturera creció como porcentaje del producto interno bruto hasta los años setenta, pero la sustitución de importaciones no cumplió con las expectativas y a la postre fracasó por tres motivos. En primer lugar, América Latina seguía dependiendo de Occidente. En vez de comprar manufacturas terminadas, América Latina importaba bienes intermedios y los utilizaba como medio de acumulación de capital. Además, las economías de la región seguían realizando un comercio significativo de bienes primarios con los países industrializados. En segundo lugar, la ISI no generó suficiente empleo. Los países latinoamericanos no se integraron eficazmente entre sí y la demanda interna fue insuficiente para permitir la creación de un mercado dinámico de bienes manufacturados. Además, los Estados estuvieron al frente de la industrialización, lo cual limitó la innovación y, a su vez, obstaculizó el crecimiento industrial y el empleo. En tercer lugar, los gobiernos se endeudaron cuantiosa y progresivamente para poder financiar la industrialización, en particular en el decenio de los setenta, cuando el aumento en los precios del petróleo motivó a los bancos internacionales a otorgar préstamos de manera más agresiva a los países en desarrollo. Durante ese decenio la deuda externa de América Latina creció de 2 700 millones a 231 000 millones de dólares. En los años ochenta bajaron los precios del petróleo y América Latina perdió los cimientos que habían fomentado la aplicación de prácticas de otorgamiento de préstamos tan activas. En 1982 México fue el primer país en anunciar que ya no podía sostener la carga de sus tasas de interés flotantes, y así comenzó la crisis de la deuda del decenio de los ochenta y la tan conocida década perdida de la región.

La crisis de la deuda que ocurrió en el decenio de los ochenta marcó el siguiente cambio económico de la región, que fue al modelo de apertura financiera y desregulación. La crisis desató una vorágine de problemas para los latinoamericanos: hiperinflación, caída del ingreso *per capita*, paralización de los mercados y liquidez mínima. Las economías latinoamericanas no pudieron sostener su carga de endeudamiento; algunos gobiernos es-

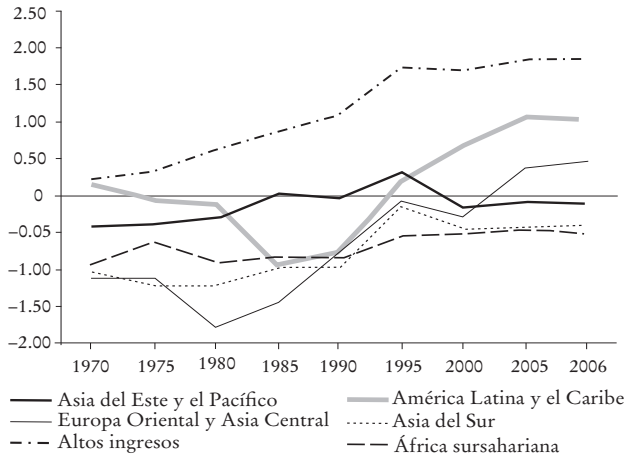
taban en mora y necesitaban negociar con las economías industrializadas avanzadas, concretamente, con los Estados Unidos, a fin de minimizar el daño económico. Se halló una solución en el Plan Brady (que comenzó en 1989 en México), mismo que permitió la bursatilización de los pasivos de deuda externa de los gobiernos y la creación de un mercado muy líquido para los bonos internacionales y otros valores emitidos en la región. La bursatilización de la deuda le dio a la región mayor acceso a los mercados internacionales, pero de ninguna manera constituyó una panacea.

Con sus bajas tasas de ahorro interno y términos de intercambio extremadamente volátiles (derivados de la concentración de las exportaciones en los productos básicos), la mayoría de los países latinoamericanos liberaron sus cuentas de capital en aras de apoyar sus esfuerzos de desarrollo por medio de las entradas de capitales, particularmente en forma de inversión extranjera directa. En claro contraste con el modelo de la ISI, se consideraba que el sector privado era el motor del crecimiento. Además, a diferencia tanto de los modelos de crecimiento impulsado por las exportaciones como de los de ISI, el papel central del gobierno era el de facilitar la competencia y el funcionamiento de la economía de mercado y no el de elegir ganadores (los productos básicos primarios en el caso del modelo de crecimiento impulsado por las exportaciones, y el sector manufacturero en el caso del modelo de la ISI).

Pero, con el nuevo paradigma, la mayor apertura financiera implicaba tomar la decisión de política de dejar que las fuerzas del mercado, mediante el comportamiento de los mercados de capitales internacionales evaluaran el desempeño de la economía. A su vez, esto requería que se mantuviera la estabilidad macroeconómica en todo momento, ya que el deterioro de la percepción de los inversionistas acerca de la solvencia de un país ocasionaría un súbito revés en las entradas de capitales. Asimismo, la sostenibilidad de la apertura financiera requería una adecuada regulación y supervisión del sistema financiero interno para evitar la asunción de actividades riesgosas en exceso que pudieran comprometer el mantenimiento de la estabilidad tanto macroeconómica como financiera.

Durante el decenio de los noventa continuó el proceso de liberalización financiera y, como se muestra en la gráfica 1, para comienzos de los años 2000, América Latina era la región más abierta del mundo en desarrollo desde el punto de vista financiero, seguida únicamente por los países industrializados.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> El índice de apertura financiera de Chinn e Ito (2007) asigna valores más altos entre más abierta esté una región a las transacciones transfronterizas de capitales.

GRÁFICA 1. *Apertura financiera*

FUENTE: Chinn e Ito (2007).

Sin embargo, en el decenio de los noventa los requisitos de las cuentas de capital abiertas sostenibles no se respetaron en algunos países de la región. A falta de supervisión financiera adecuada y estabilidad macroeconómica, una nueva ronda de crisis económicas y financieras asoló a la región. Todo comenzó con la crisis del tequila de México a mediados de ese decenio, cuando las condiciones macroeconómicas insostenibles indujeron una acusada reversión de los flujos de capital. Otros países que sufrieron crisis son Colombia (1998), Argentina (1994, 2001), Venezuela (1994), Brasil (1999), Ecuador (2001), Uruguay (2001) y República Dominicana (2002). Los pocos países, como Chile y Perú, que lograron evitar un desequilibrio económico profundo también estuvieron exentos de crisis económicas y financieras. En opinión de los críticos del modelo de cuentas de capital abiertas, estas crisis revelaron la debilidad que sobreviene cuando un país se somete a los caprichos de los mercados de capitales internacionales.

Pero en lugar de abandonar el nuevo paradigma de crecimiento basado en las cuentas de capital liberadas, las crisis del decenio de los noventa y principios del siguiente llevaron a la mayoría de los gobiernos de la región a mejorar las políticas que habrían de permitir la sostenibilidad de este modelo. Hubo (y hay) algunas excepciones bien conocidas, particularmente los casos de Ecuador y Venezuela.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Argentina también perteneció a este grupo durante mucho tiempo, pero a la fecha dicha nación está tratando de obtener acceso renovado a los mercados de capitales internacionales, incluso por medio de

Apoyados por políticas mejoradas y un entorno internacional positivo, las economías de América Latina crecieron nuevamente a partir de 2003 y esta vez lo hicieron durante cinco años consecutivos a una tasa anual regional promedio de más de 4%, resultado que no se había visto desde el decenio de los setenta. Sin embargo, ni siquiera el regreso al alto crecimiento logró inducir un fuerte apoyo para la instrumentación de mayores reformas integrales basadas en el mercado. Una razón importante que motivó esta reticencia fue que grandes segmentos de la población no se sentían partícipes de los beneficios del crecimiento. El resultado de esta disminución de la paciencia con el modelo de crecimiento actual ha sido una importante disminución del proceso de creación de reformas estructurales en la mayoría de los países de la región.

No obstante estos hechos, los informes de un contragolpe político generalizado en detrimento de la economía de mercado y las reformas orientadas al mercado deben tomarse con cautela. A pesar de que algunos países han elegido líderes de izquierda o de centroizquierda, hay drásticas diferencias en la ideología y la gobernabilidad entre, por ejemplo, el actual gobierno de Venezuela y los gobiernos de Brasil y Uruguay. Además, en Chile la coalición ha logrado con éxito hacer frente a las demandas sociales.

A medida que la reciente crisis internacional estalló en 2007 y posteriormente avanzó durante 2008-2009, los países latinoamericanos que tenían cuentas de capital abiertas no impusieron controles de capital a los flujos de salida, a pesar de la severa reversión de los flujos entrantes a la región. A la fecha de este artículo, la evaluación generalizada de la manera en que América Latina gestionó la crisis es bastante positiva, aunque con salvedades importantes.<sup>5</sup>

El resto de este artículo contiene lecciones provenientes de la experiencia de América Latina durante la crisis internacional reciente. Como lo indica el título de este artículo, algunas son lecciones para la región, pero otras son extraídas de América Latina para otros países en desarrollo que pudieran estar intentando alcanzar el crecimiento en el contexto de una mayor

negociaciones para hacer frente a problemas no resueltos provenientes de la morosidad en el pago de su deuda ocurrida a principios de los años 2000.

<sup>5</sup> A fines de 2009 se recuperaron los flujos entrantes en algunos países latinoamericanos. Al enfrentarse a la incertidumbre acerca de la sostenibilidad de la recuperación y la potencial apreciación excesiva del tipo de cambio real, Brasil impuso controles limitados a las entradas de carteras de inversiones a corto plazo (la inversión extranjera directa constituye la tajada más grande de los flujos entrantes a Brasil y esta forma de flujos no estaba sujeta a controles). A la fecha de este artículo, es prematuro evaluar la eficacia de los controles o el cronograma del gobierno respecto al mantenimiento de los controles.

integración a los mercados de capitales internacionales, como la Europa Oriental hoy en día o quizá África en el futuro. Con base en la experiencia de América Latina, los países tienden a abandonar los paradigmas del desarrollo que resultan ser insostenibles desde el punto de vista económico, político y social. Dado el buen desempeño de los países asiáticos durante la crisis internacional reciente (y la rápida recuperación de la región durante su propia crisis a fines del decenio de los noventa), es bastante improbable que en el futuro previsible los países asiáticos hagan la transición hacia un sistema financiero muy abierto al estilo latinoamericano.<sup>6</sup>

A pesar de que la crisis dejó muchas lecciones, este análisis se enfoca en ocho lecciones selectas, todas ellas relacionadas con el tema central que nos ocupa: la sostenibilidad del modelo de crecimiento latinoamericano basado en las cuentas de capital abiertas. Algunas lecciones no son nuevas, pero son reforzadas por la crisis. Un ejemplo de esto es la imperiosa necesidad de diversificar las exportaciones de la región; esto es algo que se sabe desde hace un siglo. Algunas otras rompen los mitos, como la que reza que esta región del mundo es incapaz de emprender políticas contracíclicas. Por su parte, otras revelan algunos nuevos aspectos del proceso de desarrollo de la región, como la renovada evaluación del papel de los bancos públicos nacionales y los bancos extranjeros. En su conjunto, todas estas lecciones traen consigo un renovado optimismo respecto a la región.

*Lección 1.* Debido al cambiante panorama geoeconómico internacional acentuado por la crisis, hoy en día es más importante que nunca que los países latinoamericanos aumenten su diversificación comercial, no sólo en cuanto a productos sino también en términos de sus socios comerciales.

Durante mucho tiempo las grandes interrelaciones económicas entre América Latina y los Estados Unidos se han resumido en una frase mordaz: “Si los Estados Unidos estornudan, América Latina se resfría”. Sin embargo, si bien los Estados Unidos aún son un socio comercial clave para

<sup>6</sup> Desde la perspectiva de la autora, no existe un modelo de desarrollo ideal para todas las regiones del mundo, ya que las condiciones económicas y políticas difieren significativamente de una región a otra. Asimismo, los paradigmas existentes evolucionan con el tiempo a medida que dichas condiciones cambian. A pesar de que una comparación entre los distintos modelos de desarrollo está mucho más allá del alcance de este artículo, no existen indicios ni incentivos para una convergencia importante entre el modelo asiático (altas tasas de ahorro, menor apertura en la cuenta de capital) y el modelo latinoamericano. Si bien lo más probable es que ambas regiones podrían beneficiarse de ciertos aspectos de otro modelo, la adecuada evaluación de este tema es menester de un artículo aparte.



América Latina (y la principal fuente de inversión extranjera directa para la región),<sup>7</sup> su participación en las exportaciones totales ha caído significativamente durante los pasados 15 años. Esto demuestra la creciente importancia de las nuevas potencias económicas, ya que varios países latinoamericanos han aumentado sus exportaciones a nuevas regiones, sobre todo a China y otros países asiáticos.

El cuadro 1 muestra esta tendencia al comparar el destino de las exportaciones por país latinoamericano entre 1992 y 2007. A excepción de México (que ha aumentado su participación de exportaciones a los Estados Unidos) y Venezuela (cuya participación se ha mantenido constante), los países de América Latina han propugnado por una mayor participación del comercio intrarregional y/o con el continente asiático.<sup>8</sup>

Con base en esta pauta, no es ninguna sorpresa que México haya sacado la peor parte de la crisis internacional con una tasa de crecimiento proyectada negativa de más de 7% en 2009. En términos de socios comerciales, México es con mucho el país que tiene la mayor concentración de la región: más de 80% de sus exportaciones se envían a los Estados Unidos. En contraste con México, los países más diversificados de la región en cuanto a socios comerciales son Brasil, Costa Rica, Chile y Perú. En particular, Brasil, Chile y Perú están buscando activamente nuevos socios comerciales bilaterales en Asia y dentro de América Latina. Como ya lo analizaron Birdsall y Rojas-Suarez (2004), tanto el movimiento hacia el regionalismo abierto como la inclusión de socios asiáticos les dan a estos países un mayor acceso al sistema mundial. La diversificación ha sido muy benéfica para estos países durante la crisis financiera internacional.

Desafortunadamente, no todos los países de América Latina son partidarios del libre comercio. Los líderes de un conjunto de países se han pronunciado en contra de la globalización y han aumentado las barreras proteccionistas al comercio mundial con medidas como el aumento a los aranceles y otras tácticas proteccionistas. Cada uno de los países clave de este grupo (Argentina, Ecuador y Venezuela) tiene distintos grados de medidas proteccionistas y políticas antimercado. Los indicadores económicos de estos países antes de la crisis internacional muestran un paupérrimo rendimiento: inflación extremadamente alta en Argentina y Venezuela y graves

<sup>7</sup> Véase CEPAL (2009).

<sup>8</sup> Uruguay ha aumentado un poco la participación de los Estados Unidos en sus exportaciones, pero partiendo de niveles muy bajos.

CUADRO 1. Destino de las exportaciones por socio comercial

(1992-2007)

	América Latina		Estados Unidos		Europa		Asia		Resto del mundo	
	1992	2007	1992	2007	1992	2007	1992	2007	1992	2007
Argentina	33.52	41.37	10.75	7.58	34.60	21.18	13.35	21.37	7.79	8.50
Bolivia	39.88	62.39	16.02	8.82	41.10	11.17	1.67	14.26	1.33	3.35
Brasil	22.43	24.10	19.34	15.58	32.64	29.47	18.93	19.71	6.66	11.14
Chile	17.33	16.88	15.37	13.01	32.10	26.36	33.11	41.02	2.10	2.73
Colombia	27.20	36.04	36.19	35.28	28.87	19.33	4.74	6.00	3.01	3.35
Costa Rica <sup>a</sup>	22.06	26.10	41.33	33.91	29.04	15.53	1.86	21.86	5.71	2.61
Ecuador	19.00	32.98	45.65	43.12	17.09	16.57	15.89	2.83	2.37	4.50
El Salvador <sup>b</sup>	48.95	65.85	30.54	19.57	16.20	11.32	1.66	1.97	2.66	1.30
Guatemala <sup>b</sup>	41.05	53.13	37.30	25.38	13.29	7.47	4.32	8.38	4.03	5.64
Honduras <sup>b</sup>	11.23	29.97	55.96	42.66	26.74	20.61	4.34	4.20	1.73	2.56
México	5.01	6.03	80.71	82.28	7.82	5.41	3.07	2.79	3.39	3.49
Nicaragua <sup>b</sup>	29.52	48.15	41.41	27.49	17.53	14.93	0.64	2.97	10.91	6.46
Paraguay <sup>c</sup>	48.43	59.51	5.33	3.27	36.44	19.82	4.75	5.55	5.05	11.84
Perú	19.02	20.93	20.70	18.02	34.34	27.32	20.49	25.72	5.45	8.01
Uruguay <sup>b</sup>	51.02	40.72	9.07	10.97	22.82	24.02	14.60	11.32	2.49	12.97
Venezuela	17.97	23.46	52.31	52.40	11.25	13.18	3.84	2.01	14.63	8.95

FUENTE: ITAL-BID.

<sup>a</sup> La información de 1992 corresponde a 1994.

<sup>b</sup> La información de 1992 corresponde a 1993.

<sup>c</sup> La información de 2007 corresponde a 2006.

CUADRO 2. *Índice de concentración de las exportaciones (2006)*

<i>Región o país exportador(a)</i>	<i>Índice de Herfindahl-Hirschman<sup>a</sup></i>
América Latina	31
Chile	39
Venezuela	91
Asia del Este	21
Europa Oriental	13

FUENTE: Foxley (2009) basado en Banco Mundial (2008).

<sup>a</sup> El índice Herfindahl-Hirschman es una medida del grado de concentración de las exportaciones dentro de un país. Los valores del índice de Herfindahl-Hirschman oscilan de 0 (ausencia de concentración) a 100 (máxima concentración).

problemas fiscales en Ecuador. En el caso de este grupo de países, es justo decir que la crisis internacional simplemente exacerbó la fragilidad económica que ya estaba arraigada en el periodo anterior a la crisis.

Aunque muchos países latinoamericanos están buscando la diversificación de sus socios comerciales, no están logrando una diversificación suficiente de sus productos de exportación. El cuadro 2 presenta un indicador de la concentración de las exportaciones: el índice de Herfindahl-Hirschman. Como hizo notar Foxley (2009), las exportaciones de América Latina aún está altamente especializadas en los bienes primarios. El caso más extremo de esta situación es Venezuela, que en pocas palabras no exporta más que una sola mercancía: petróleo. En contraste, los países de Asia del Este y la Europa Oriental han alcanzado una gran diversificación al avanzar en la cadena de valor agregado mediante el aumento de su producción de bienes manufacturados. En el caso de América Latina, una mayor diversificación hacia tanto la industria manufacturera como de los servicios es muy deseable.<sup>9</sup>

A pesar de que la diversificación de sus socios de exportación ha ayudado a América Latina a hacer frente a la crisis internacional actual, la región no ha aprendido una lección medular de las crisis anteriores: que la alta volatilidad de los precios de los productos básicos hace que esta región sea sumamente vulnerable a los choques externos. A fin de cuentas, el modelo impulsado por las exportaciones de principios del siglo pasado se abandonó

<sup>9</sup> Las pruebas recientes demuestra que los efectos del tipo de cambio en la rentabilidad y la competitividad de la industria manufacturera son similares a los efectos en los servicios (véase, por ejemplo, Baggs *et al.*, 2008). La razón fundamental es que las empresas que se dedican a la prestación de servicios dependen de la industria manufacturera y del suministro de bienes primarios. En América Latina, la exportación del turismo y de los servicios relacionados con el turismo es un buen ejemplo.

precisamente debido al desplome de los precios de los productos básicos durante la Gran Depresión, y la crisis de deuda del decenio de los ochenta estuvo precedida por un colapso en el precio del petróleo (un producto básico que exportan varios países de la región). En esta ocasión, los términos de intercambio de América Latina cayeron estrepitosamente en el punto mayor de la crisis a principios de 2009. De haber persistido esta tendencia, el hincapie del análisis de este artículo habría sido otro.

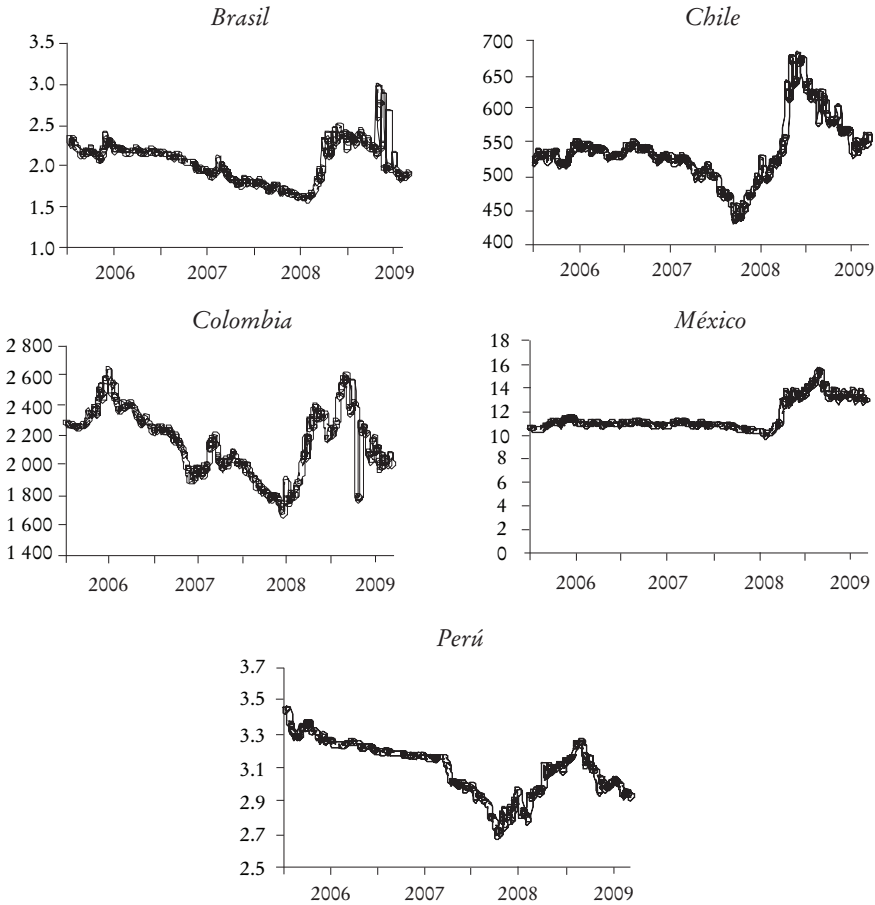
*Lección 2.* El aumento en la flexibilidad de los tipos de cambio en el contexto de las metas inflacionarias es la política adecuada para América Latina.

A diferencia de los episodios de crisis anteriores que se han presentado durante los pasados tres decenios, el contagio de la crisis financiera mundial de 2007-2009 no ocasionó crisis cambiarias en los países latinoamericanos. Los bancos centrales no se vieron obligados a abandonar su régimen cambiario anunciado después de emprender esfuerzos costosos e inútiles por defender una paridad cambiaria establecida o banda cambiaria. No hace falta más que recordar las grandes devaluaciones de principios del decenio de los ochenta que se presentaron por toda la región y que culminaron en periodos de inflación muy alta o hiperinflación; o el abandono de la paridad móvil de Brasil en 1999 tras el contagio de la crisis rusa, o el drástico abandono de la caja de conversión argentina en 2002, después de 10 años de funcionamiento. Para variar, no hubo ninguna catástrofe en cuanto a los tipos de cambio en América Latina durante la crisis mundial de fines de los años 2000. Esto sucedió a pesar de las depreciaciones cambiarias de cerca de 30% que sufrieron algunos países (como Chile, Colombia y Brasil) durante el punto más alto de la crisis (véase la gráfica 2).

¿En qué estribó la diferencia? La respuesta es que para principios de los años 2000, un gran número de países de América Latina había adoptado regímenes cambiarios más flexibles. Además, algunos bancos centrales habían optado por combinar regímenes cambiarios más flexibles con metas inflacionarias.<sup>10</sup> La verdad es que después de episodios de crisis recurrentes, la mayoría de los países latinoamericanos aprendieron una lección impor-

<sup>10</sup> Las excepciones al movimiento hacia una mayor flexibilidad en el tipo de cambio son Ecuador, El Salvador y Panamá, que han adoptado la dolarización, así como la mayoría del resto de los países centroamericanos que gestionan activamente su paridad cambiaria.

GRÁFICA 2. Comportamiento del tipo de cambio en países latinoamericanos seleccionados



FUENTE: JP Morgan y banco central.

tante: si se opta por mantener una cuenta de capital liberada, es sumamente difícil tener a la vez una política monetaria independiente y un sistema de tipo de cambio fijo. Esto se extrae de la famosa proposición de la llamada trinidad imposible (es decir, la imposibilidad de fijar simultáneamente el tipo de cambio, fijar las tasas de interés internas y alcanzar la perfecta movilidad del capital).

En realidad, la mayoría de las crisis cambiarias anteriores de los años noventa en América Latina siguieron una pauta similar. Se materializó un

choque externo adverso (como, por ejemplo, el deterioro de los términos de intercambio de la región o un aumento en los costos de la financiación externa). Esto estuvo seguido de una fuerte reversión de las entradas de capitales a la región, lo cual ejerció presión al alza en el tipo de cambio. Para defender la paridad, los bancos centrales aumentaron las tasas de interés y permitieron que disminuyeran las reservas cambiarias. Dado que los coeficientes de endeudamiento de la región eran altos (véase líneas arriba), fue muy fácil para los especuladores llegar a la conclusión de que el país debía abandonar el sistema de paridad cambiaria y, por ende, apostar fuertemente contra la preservación de la paridad anunciada.<sup>11</sup> La especulación en sí llevó a mayores pérdidas de las reservas cambiarias, hasta el punto en que les quedó claro a los gobiernos que ya no podían sostener el sistema de paridad cambiaria. A este proceso se le conoció como la apuesta unilateral, lo cual quiere decir que los especuladores siempre ganaron en la apuesta contra la paridad.

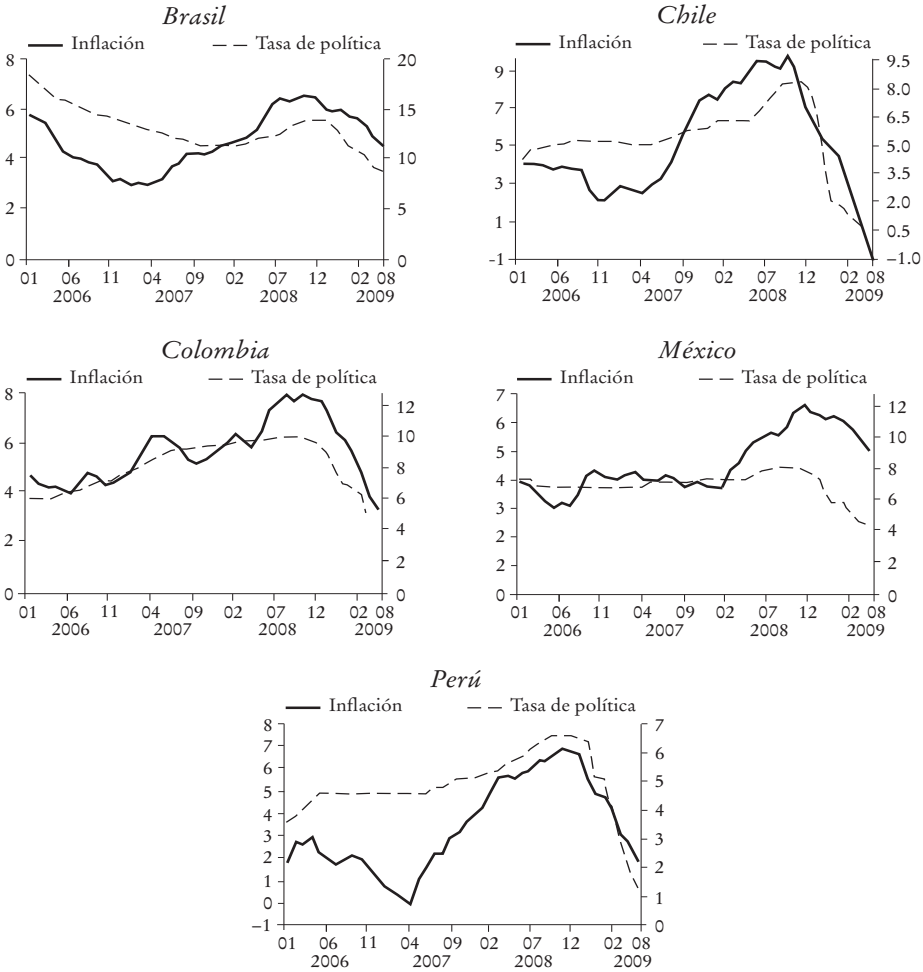
No se presentaron apuestas unilaterales durante la reciente crisis financiera mundial.<sup>12</sup> Dado que la mayoría de los países de la región no estaban comprometidos con un sistema de paridad cambiaria o de banda cambiaria, los bancos centrales dejaron que el tipo de cambio se depreciara cuando las entradas de capitales a la región sufrieron una pronunciada reversión a fines de 2008 y principios de 2009. No obstante, lo más importante es que debido a que la política monetaria no estaba restringida por el comportamiento del tipo de cambio, la mayoría de los bancos centrales lograron emprender políticas monetarias contracíclicas. Por ende, en serio contraste con su comportamiento durante episodios de crisis anteriores, los bancos centrales bajaron significativamente las tasas de interés en medio de la crisis. Esto se observa en la gráfica 3 en el caso de un grupo de países de la región. Las políticas monetarias expansivas ayudaron a aportar la liquidez necesaria para los sistemas financieros nacionales y, por consiguiente, ayudaron a aminorar el efecto adverso del choque al crédito interno. Debido a que el choque externo trajo consigo una contracción de la demanda mundial, las

<sup>11</sup> El agotamiento de las reservas cambiarias redujo la capacidad del país para solventar sus obligaciones externas pendientes de pago. Esto se vio agravado por un aumento en las tasas de interés internas para defender la paridad cambiaria, ya que el aumento en las tasas de interés también aumentó el costo de financiar la deuda interna.

<sup>12</sup> Ecuador y El Salvador, dos de los países dolarizados de la región, sufrieron presiones importantes en sus sistemas cambiarios y las discusiones acerca del posible abandono de la dolarización en Ecuador ahora forman parte importante del debate económico en esta nación.

GRÁFICA 3. Tasas de inflación e interés en países latinoamericanos seleccionados

(Porcentaje)



FUENTE: Banco central.

políticas monetarias expansivas fueron congruentes con el mantenimiento de las metas inflacionarias bajas de muchos países de la región.<sup>13</sup>

Esta lección de América Latina es válida para otros países del mundo en

<sup>13</sup> No todos los países de la región han logrado mantener baja la inflación; Argentina y Venezuela son los ejemplos más notorios de esta situación. Sin embargo, en estos dos casos, las tasas de inflación tendían al alza incluso antes del inicio de la crisis financiera mundial y, por consiguiente, reflejan mayormente importantes desequilibrios macroeconómicos.

desarrollo, sobre todo para los países de la Europa Oriental. Tras liberar su cuenta de capital, algunos países de este grupo se contaban entre los más afectados durante la crisis precisamente porque estaban comprometidos con sistemas de tipo de cambio fijo (Letonia, Ucrania y Bielorrusia son claros ejemplos de este problema).

*Lección 3.* A falta de capacidad para emitir moneda dura, la acumulación de grandes reservas internacionales y la instrumentación de otras maneras de protección contra la volatilidad se torna bastante deseable.

Para los economistas una política que busque tanto tipos de cambio flexibles como la acumulación de reservas cambiarias parece ser contradictoria. Después de todo, la idea es que en un sistema de tipo de cambio flexible los movimientos de los precios (el tipo de cambio) y no de las cantidades (las reservas cambiarias) hagan el ajuste después de un choque (positivo o negativo). Esta evaluación es correcta y es por eso que las lecciones anteriores hablan de una mayor flexibilidad y no de la flexibilidad pura de los tipos de cambio. Las restricciones impuestas por la volatilidad de las entradas de capitales a América Latina implican que un sistema de tipo de cambio flexible puro no puede contribuir adecuadamente a la estabilidad económica y financiera.

Una de las principales razones es que cuando América Latina deja de recibir flujos entrantes del extranjero, incluso una depreciación aguda del tipo de cambio, no puede generar suficientes recursos (por medio de los ingresos provenientes de las exportaciones) con la suficiente rapidez para permitir el cumplimiento de la amortización externa y el pago de los intereses. Ahora bien, si estuviéramos hablando de países industrializados con la capacidad de emitir monedas totalmente convertibles y líquidas (como son el dólar, el yen, el euro, la libra esterlina, etc.), los países emitirían pasivos externos que se utilizarían en el servicio de la deuda (a un tipo de cambio depreciado, por supuesto). Pero, por lo general, los países en vías de desarrollo y en especial América Latina, no pueden emitir moneda dura, por tanto, es totalmente adecuado acumular grandes cantidades de reservas cambiarias en los buenos tiempos para hacer frente a los caprichos de los mercados de capitales internacionales.<sup>14</sup>

<sup>14</sup> Una política de acumulación de reservas cambiarias implica que no es posible la flotación pura. Por lo contrario, la opción de política recomendable es la flotación regulada. Esto implica una combina-



Esto es lo que muchos países latinoamericanos hicieron en los años anteriores a la crisis financiera. Una buena medida de la suficiencia de la liquidez cambiaria neta es el coeficiente de la deuda a corto plazo en relación con las reservas internacionales. Cuanto menor sea el coeficiente, mayor será la capacidad de un país para cumplir con los pagos al extranjero en presencia de un choque adverso. El cuadro 3 muestra este coeficiente para algunas economías de mercado emergentes. Para 2008 Polonia y Hungría tenían los coeficientes más altos de entre los países de la muestra y, por consiguiente, eran los países más vulnerables a los choques externos, según este indicador. En contraste, la mayoría de los países de Asia y América Latina tenían coeficientes mucho más bajos y, en consecuencia, estaban mejor plantados para hacer frente a la crisis.<sup>15</sup>

Una lección conexas, que aprendieron la mayoría de los países latinoamericanos antes de la crisis, pero no los países de la Europa Oriental, es que los grandes déficit de la cuenta corriente tienden a ser insostenibles en los países que no pueden emitir moneda dura (a menos que tengan reservas cambiarias sumamente cuantiosas, con un costo de oportunidad punitivo). La lección aprendida de la crisis recurrente de la balanza de pagos en América Latina es que no importa mucho si es el sector público o el sector privado quien genera el gran déficit de la cuenta corriente. Si un choque externo adverso aumenta la aversión al riesgo entre los inversionistas, los mercados emergentes que tienen grandes déficit de la cuenta corriente se enfrentan a problemas significativos en la reestructuración de su deuda por vencer y en la adquisición de nuevos endeudamientos. Como se explicó líneas arriba, una de las principales razones de esta situación es que, a falta de capacidad para emitir una moneda internacional líquida, la mayor aversión al riesgo de los inversionistas induce un desplazamiento de las carteras de inversiones que abandonan los mercados emergentes en busca de la compra de pasivos provenientes de emisores más seguros. Llegado este punto, la experiencia demuestra que para evitar las grandes quiebras del sector privado, los go-

ción de reglas y limitadas facultades discrecionales. Una regla importante es que los bancos centrales no pueden intervenir para suavizar constantemente las fluctuaciones del tipo de cambio. Las facultades discrecionales estriban en que, de manera esporádica, los bancos centrales pueden intervenir en el mercado cambiario para gestionar su posición de liquidez internacional. Véanse Rojas-Suarez (2003) y Goldstein (2002) para abundar en el tema.

<sup>15</sup> Chile y México estaban en una posición intermedia entre los países mejor y peor autoasegurados. Para fines de 2008 y principios de 2009, Chile corrigió su deficiencia de reservas cambiarias al intervenir fuertemente en el mercado cambiario e inducir una fuerte depreciación de su tipo de cambio.

CUADRO 3. *Deuda externa a corto plazo/reservas internacionales en países seleccionados*

(Porcentaje)

	2007	2008
Argentina	85.33	75.21
Brasil	21.57	23.01
China	14.42	14.70
Colombia	24.63	26.04
Ecuador	59.89	31.36
Filipinas	23.93	21.49
Hungría	88.00	81.92
India	11.43	17.89
Indonesia	28.67	30.72
Malasia	13.81	24.95
México	45.08	49.24
Perú	20.97	19.71
Polonia	74.71	82.68
Taiwán	30.80	32.22
Venezuela	27.29	22.09

FUENTE: Deutsche Bank.

biernos absorben fracciones importantes de la deuda del sector privado en su contabilidad. Es por eso que en los mercados emergentes la deuda privada con frecuencia constituye un pasivo contingente del sector público.<sup>16</sup>

El cuadro 4 ilustra las fuertes diferencias en los saldos de la balanza de pagos entre las regiones de mercados emergentes de todo el mundo. Si bien América Latina y Asia del Este se enfrentaban a los inicios de la crisis internacional con saldos positivos en sus cuentas corrientes, la posición externa de la Europa Oriental era extremadamente frágil. Mientras que los países de Europa Oriental acumularon grandes saldos de deuda externa, en varios países de América Latina en los años previos a la crisis se recompró deuda cara y se mejoró el perfil de vencimiento de sus obligaciones de deuda. Como notó Foxley (2009), el acceso de los países de la Europa Oriental a la Unión Europea creó en ellos un falso sentido de seguridad en cuanto a su capacidad para gozar de un acceso frecuente a los mercados de capitales internacionales. El autoaseguramiento mediante la acumulación de reservas de divisas estaba muy limitado al momento de estallar la crisis.

<sup>16</sup> Si bien los grandes rescates de las corporaciones privadas tanto financieras como no financieras de los Estados Unidos y otros países industrializados en tiempos recientes sugieren que esta afirmación es válida no sólo para los mercados emergentes sino también, en el caso reciente, incluso para los países más solventes del mundo.

CUADRO 4. *Proporción cuenta corriente/PIB y deuda/PIB por regiones y países seleccionados<sup>a</sup>*

Región	Cuenta corriente como porcentaje del PIB (promedio anual) <sup>b</sup>		Relación deuda externa/PIB, 2008 (porcentaje) <sup>c</sup>
	2003-2007	2008-2010 <sup>P</sup>	
Europa Oriental	-9.2	-7.2	89.4
Bulgaria	-13.61	-13.42	66.46
Hungría	-7.58	-5.07	95.36
Letonia	-15.72	-8.45	113.32
Polonia	-2.95	-4.63	37.15
República Checa	-3.73	-2.92	n/a
Republica Eslovaca	-6.95	-5.67	49.20
Rumania	-9.46	-8.89	45.32
América Latina	2.7	-0.9	26.6
Argentina	2.80	1.39	57.03
Brasil	1.09	-1.81	18.19
Chile	2.32	-3.94	32.90
Colombia	-1.56	-3.33	25.88
Ecuador	0.77	-1.15	39.94
México	-0.70	-2.04	19.15
Perú	0.86	-3.26	30.49
Venezuela	13.83	5.32	24.54
Asia del Este	7.5	6	32
Filipinas	2.75	2.14	51.31
Indonesia	1.91	-0.34	35.90
Malasia	14.23	13.67	34.86
Taiwán	7.33	-4.63	n/a

<sup>a</sup> Los promedios regionales no corresponden al promedio de los pocos países seleccionados de cada región.

<sup>b</sup> PEM-FMI (2009).

<sup>c</sup> IDM-BM (2008) y Forley (2009).

<sup>P</sup> Pronóstico.

Cabe señalar que si bien acumular grandes reservas de divisas es un buen mecanismo para autoasegurarse contra las salidas altamente volátiles de capitales, constituye una opción bastante costosa y lo ideal es que los países tengan acceso a otros mecanismos que sustituyan parcialmente las reservas.<sup>17</sup> Existen muchos otros instrumentos de mercado que podrían ayu-

<sup>17</sup> Como se apunta en Rojas-Suarez (2003), es necesario sopesar los beneficios de la acumulación de liquidez en moneda extranjera para amortiguar los choques inesperados contra el costo de tener estos activos, que se caracterizan por sus rendimientos extremadamente bajos. En efecto, un problema importante de los saldos consolidados de los gobiernos y de los bancos centrales es el gran diferencial

dar a los países a adquirir el tipo de cobertura que tanto necesitan. Estos instrumentos incluyen las líneas de crédito contingentes con instituciones financieras privadas extranjeras y la emisión de bonos indizados, ya sean al PIB o a los precios de los productos básicos. En un estudio reciente, Perry (2009) recomienda que las organizaciones multilaterales ayuden a los países en desarrollo a emitir este tipo de instrumentos. Sin embargo, en esta coyuntura no se puede decir que esta sensata recomendación haya sido una lección aprendida de la crisis financiera mundial de tiempos recientes (en la lección 8 se profundiza sobre este tema).

#### *Lección 4. Los fondos de estabilización fiscal son indispensables, sobre todo en la democrática y desigual América Latina.*

A diferencia de las políticas monetarias contracíclicas y eficaces que adoptaron varios países de la región durante la crisis, a América Latina le resultó difícil aplicar políticas fiscales contracíclicas. Solo Chile, y hasta cierto punto Perú, lograron aplicar el estímulo fiscal sin preocuparse por no perjudicar el dinamismo y la sostenibilidad de su deuda pública. Incluso en Brasil, donde se dio una importante expansión fiscal, había inquietudes acerca de la capacidad de los encargados de formular políticas para revertir el estímulo fiscal en el momento adecuado (es decir, evitar convertir una política contracíclica en una política de estado estacionario), sobre todo en el contexto de los comicios presidenciales de 2010.

Evidentemente, México fue incapaz de aplicar políticas fiscales contracíclicas, como fue el caso en la mayoría de los países de América Latina. Muy afectado por la crisis global, los ingresos fiscales de México se deterioraron de manera significativa, lo que puso en evidencia las necesidades y carencias financieras. En 2009 se realizaron esfuerzos por apoyar a los gobiernos afectados por la recesión mediante la emisión de bonos del gobierno. Estos bonos pusieron en entredicho aún más la futura postura fiscal a medida que los pagos de amortización e intereses llegaron a su vencimiento. Al carecer de una postura fiscal sólida y enfrentándose a la posibilidad de que los cali-

que existe entre la tasa de interés aplicable a sus pasivos de deuda y la de sus activos líquidos. Como política adicional para tratar los choques inesperados, en los años 2000 muchos países de América Latina modificaron el perfil de sus obligaciones financieras externas al recomprar deuda cara con vencimiento a corto plazo y mejorar la estructura de plazos general de su deuda externa. Durante el decenio de los noventa Chile prorrogó el plazo promedio de los pasivos externos al gravar en mayor medida las entradas de corto plazo en comparación con las de largo plazo.

ficadores internacionales bajaran la calificación de su deuda (lo que aumentaría los costos de financiación externa), el gobierno mexicano presentó una propuesta fiscal ante el Congreso que incluía un ajuste fiscal severo.<sup>18</sup>

Por ende, en 2010 el gobierno mexicano instrumentó una política fiscal procíclica. Como parte de la propuesta, se aplicó un nuevo impuesto cuasi IVA (los impuestos al valor agregado se conocen por su carácter regresivo ya que recaudan una proporción superior respecto a los ingresos de los pobres a la que recaudan de los ingresos de los ricos) y los recortes de gastos se reflejaron en la pérdida de un gran número de funcionarios públicos. Si bien el aumento en los ingresos recaudados con el IVA está reservado para proteger el gasto social, es muy probable que la reforma fiscal traiga descontento social y mayor fragmentación política. Estas consecuencias ponen en riesgo la estabilidad del modelo mexicano de crecimiento financieramente abierto y dirigido por el mercado.

En marcado contraste, Chile fue capaz de aplicar una política fiscal contracíclica y activa sin afectar su financiación y su solvencia ante los mercados de capitales internacionales. Esto se debe al hecho de que Chile respeta una regla fiscal que le permite ahorrar durante los buenos momentos (mediante el llamado Fondo de Estabilización Económica y Social o FEES) y aumentar el gasto durante las crisis. La regla fiscal requiere una “balanza fiscal estructural” para fines específicos, donde una balanza estructural se define como la diferencia entre los ingresos fiscales estructurales y el gasto fiscal registrado. Los ingresos fiscales estructurales se definen como el ingreso que se habría generado si la producción estuviera a su nivel potencial y el precio del cobre y los derivados estuvieran en su nivel de largo plazo.<sup>19</sup> Esto permite una suavización de los ingresos fiscales. En los años previos a la crisis, cuando el precio del cobre estaba alto y la producción subía rápidamente, las autoridades fiscales se enfocaron en lograr un superávit fiscal estructural. En 2009, cuando las condiciones económicas se deterioraron, las autoridades chilenas lograron pasar a un déficit fiscal estructural que estaba financiado por el ahorro pasado obtenido con el FEES.

Chile también hizo uso de recursos fiscales contracíclicos para recapitalizar el Banco Estado (un banco que era propiedad del Estado), la Corporación de Fomento a la Producción (Corfo, la oficina chilena de desarrollo) y el Fondo de Garantía para Pequeñas Empresas (Fogape), para apoyar los

<sup>18</sup> En noviembre de 2009 Fitch redujo la calificación de la deuda soberana de México en un escalón.

<sup>19</sup> Véase una descripción completa de cómo opera la regla chilena en BID (2005).

créditos a los exportadores, las pequeñas empresas y a los consumidores. Es decir, el gobierno pudo compensar en parte las reducciones de créditos del sector privado al canalizar fondos del gobierno por medio de los bancos públicos. Este hecho alentador requiere un análisis mayor que escapa al alcance del presente artículo, pero la experiencia chilena ofrece una lección potencial. Los bancos públicos pueden tener un papel decisivo en la provisión directa del crédito cuando el sector de la banca privada necesita adoptar una postura cautelosa debido a las circunstancias externas adversas y el otorgamiento de créditos de los bancos privados está totalmente financiado. Sin embargo, es demasiado precipitado derivar conclusiones de largo plazo ya que un regreso a los buenos momentos tendría que ir de la mano con un recorte de las actividades crediticias de los bancos para evitar el desplazamiento de las instituciones financieras del sector privado.<sup>20</sup>

*Lección 5.* Los bancos sólidos son una protección clave contra los choques externos... pero como instrumento de estabilización, quizá sean los bancos nacionales y no los bancos extranjeros los que desempeñan un papel más importante.

La lección que la mayoría de los países de América Latina han aprendido por la mala es que los sistemas bancarios endebles no son compatibles con las cuentas de capital abiertas. Los decenios de los ochenta y noventa fueron testigo de toda una serie de episodios de crisis bancaria detonados por una reversión súbita de las entradas de capital a la región. Como se expuso líneas arriba, una reversión abrupta de la financiación externa lleva a una depreciación del tipo de cambio. También ejerce presión a la baja en la actividad económica a medida que se ajustan los proyectos importantes (tanto del sector público como del sector privado) a las restricciones de financiación. El pasado nos muestra que estos acontecimientos ponen en evidencia las fragilidades que existen en los sistemas bancarios de la región.

Debido a la laxitud de los marcos regulatorios y de supervisión durante los decenios de los ochenta y los noventa, los bancos se excedieron en la asunción de riesgos crediticios en los buenos momentos. Una precipitada

<sup>20</sup> En Brasil las autoridades también emitieron créditos por medio del Banco de Desarrollo de Brasil (Banco de Fomento). Sin embargo, en ese país esto no es de sorprenderse ya que los bancos públicos desempeñan un papel preponderante en el sistema financiero. En cambio, en Chile los bancos públicos característicamente fungen como banca de segundo piso.

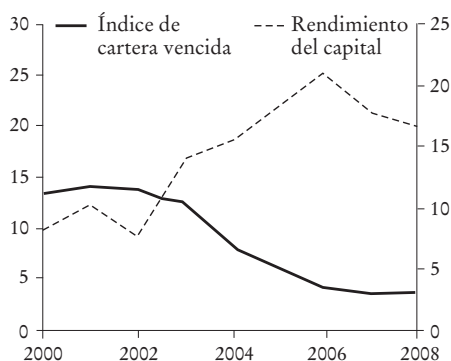
deceleración de la actividad económica en presencia de una reversión de las entradas de capitales dio como resultado una proliferación de préstamos incobrables y grandes pérdidas de capital en sistemas bancarios ya de por sí subcapitalizados. Asimismo, las depreciaciones del tipo de cambio dejaron ver los defases cambiarios que había en el sistema. En particular, un fenómeno conocido como la dolarización de los pasivos existía en muchos países de la región donde se usaban tanto el dólar como la moneda local en las transacciones financieras.<sup>21</sup> La dolarización de los pasivos significaba que los bancos otorgaban préstamos denominados en dólares a prestatarios cuyos ingresos estaban denominados en moneda local (la mayoría de las personas tanto físicas como morales que trabajaban en los sectores no comerciables). Una acusada depreciación del tipo de cambio llevó a que estos prestatarios no pudieran pagar el servicio de su deuda. Las crisis de Argentina y Uruguay a principios de los años 2000 fueron ejemplos vívidos de los problemas asociados con la dolarización de los pasivos.

Durante la crisis internacional reciente los tipos de cambio se depreciaron de manera significativa (véase la lección 2 descrita líneas arriba) y la mayoría de los países se enfrentaron a la recesión. Pero a diferencia de la pauta regional, no se presentó ninguna crisis bancaria. La razón fundamental de ello fue una combinación de mejores normas regulatorias y de supervisión (véase la lección 6 líneas abajo) junto con mejores mecanismos de evaluación del riesgo en varios de los bancos grandes de la región. Por ende, como se observa en la gráfica 4, los indicadores de solvencia financiera en América Latina mejoraron significativamente en los años 2000.<sup>22</sup> Sin embargo, a pesar de estas mejoras, aún falta mucho para que se restaure la confianza en los sistemas financieros de la región. En consecuencia, la proporción depósitos/PIB ha permanecido extremadamente baja en la mayoría de los países (el promedio regional está por debajo de 30%) y esto coincide con las bajas tasas de ahorro privado en toda la región (véase la lección 7 líneas abajo).

Pero la crisis reciente también ha traído una nueva e importante lección: los bancos que contribuyen a la estabilidad financiera no son forzosamente bancos extranjeros. Para muchos de los lectores, esta podría parecer una

<sup>21</sup> El uso del dólar en muchos países de América Latina empezó en el decenio de los ochenta, cuando las enormes devaluaciones y la inflación alta o hiperinflación dieron como resultado grandes pérdidas de riqueza real para los tenedores de activos denominados en moneda local.

<sup>22</sup> Véase en FMI (2009) un análisis extenso de estos temas.

GRÁFICA 4. *Indicadores de solvencia financiera en América Latina*

FUENTE: Perspectiva Económica Regional Hemisferio Occidental, FMI (2009).

aseveración obvia. Sin embargo, como pueden corroborar quienes conocen el proceso de internacionalización del sistema bancario en América Latina, no es así.

El aumento significativo en la participación de los bancos extranjeros en América Latina comenzó a mediados del decenio de los noventa debido a dos factores, dependiendo del país. El primero fue que el proceso de liberación de los sistemas financieros nacionales junto con la privatización de los bancos públicos atrajo inversiones extranjeras a los sistemas bancarios locales. El segundo fue que la necesidad de recapitalizar los sistemas bancarios, en el contexto de las crisis bancarias severas, implicó esfuerzos por atraer capital extranjero a los sistemas bancarios locales. Si bien hay diferencias marcadas, la participación de los bancos extranjeros en América Latina ha sido alta. En 2007 los bancos extranjeros representaban más de 85% de los activos totales de los sistemas bancarios de México y El Salvador, y la mediana de la región fue de alrededor de 40 por ciento.<sup>23</sup>

Los bancos extranjeros han traído importantes beneficios a la región. Como se documentó en BID (2005) la evidencia demuestra que el aumento en la participación de los bancos extranjeros se relaciona con una mayor eficiencia y mejoras en las técnicas de evaluación de riesgo. Sin embargo, si bien al inicio del proceso de internacionalización, los bancos extranjeros mostraron índices financieros mejores que los de los bancos locales, este ya no es el caso. En 2008 en muchos países era difícil distinguir entre los

<sup>23</sup> Las dos claras excepciones son Ecuador (4.5%) y Venezuela (1.8%).



bancos nacionales y los bancos extranjeros en cuanto a los indicadores de solvencia financiera, como son los coeficientes de capitalización y de liquidez, el rendimiento de los activos y los costos de operación.

Asimismo, un estudio reciente de Galindo, Izquierdo y Rojas-Suarez (2009) muestra que durante gran parte de los años 2000 la respuesta de los créditos bancarios ante los cambios en la actividad económica ha sido igualmente procíclica, tanto en los bancos extranjeros como en los nacionales. Lo mismo se observó en la crisis internacional reciente. Frente a una aguda disminución del crecimiento económico, tanto los bancos extranjeros como los nacionales han reducido la expansión del crédito. Por ende, parece ser que existe cierta convergencia entre el comportamiento de los bancos locales y el de los bancos extranjeros.<sup>24</sup>

Sin embargo, las pruebas también muestran que los bancos extranjeros responden de manera distinta a los bancos nacionales ante los choques financieros externos. Los resultados de Galindo, Izquierdo y Rojas-Suarez (2009) sugieren que ante la presencia de un choque financiero adverso (positivo) los bancos extranjeros reducen (aumentan) el crecimiento del crédito real y aumentan (reducen) las tasas de interés reales más que los bancos nacionales. Es decir, los bancos extranjeros tienden a ampliar el efecto de las fluctuaciones financieras extranjeras en las variables locales. Curiosamente, el estudio también muestra que la procedencia importa y que los bancos españoles se comportan más como los bancos nacionales y no amplían el efecto de los choques extranjeros en el crédito y las tasas de interés.

Estos resultados deben tomarse con cautela, ya que hay grandes diferencias entre los distintos países de la región. Los encargados de formular políticas se enfrentan a un doble desafío. En primer lugar, fomentar la entrada de los bancos sólidos al sistema sin mostrar parcialidad en favor de los bancos extranjeros.<sup>25</sup> En segundo lugar, aplicar políticas que conserven las ganancias provenientes de la mayor integración financiera obtenida por medio de los bancos extranjeros y al mismo tiempo evitar la transmisión excesiva de los choques financieros a las economías nacionales. Es indispensable establecer cartas de acuerdo entre los supervisores internos y los extranjeros. Curiosamente, si bien ya se han celebrado estos acuerdos con

<sup>24</sup> Como se comentó en la lección 4, este hecho llevó a que los gobiernos de algunos países fomentaran la expansión del crédito entre los bancos públicos.

<sup>25</sup> En el pasado los esfuerzos por atraer a los bancos extranjeros estaban totalmente justificados dado el desempeño de los bancos nacionales.

España, ha resultado problemático formalizarlos con muchos otros países industrializados.

*Lección 6.* La regulación financiera en América Latina necesita elaborarse de modo que se adecue a las características específicas de la región... y no a las de los países industrializados.

En la lección 5 se destacó la ausencia de dificultades severas en la banca latinoamericana durante la crisis internacional reciente y se atribuyó ese resultado, al menos hasta cierto punto, a las mejoras en la regulación. Pero ¿qué tipo de regulación financiera existía (y existe) en la región? Definitivamente no es el nuevo acuerdo respecto a los requerimientos de capital bancario, mejor conocido como Basilea II, ya que la mayoría de los supervisores estaban inquietos debido a las complejidades del nuevo acuerdo y se preparaban paulatinamente para su instrumentación. Esta decisión de política fue de gran ayuda en la región, ya que algunos analistas de países industrializados criticaron intensamente el Acuerdo de Basilea II durante la crisis. Algunos de ellos incluso señalaron el Acuerdo de Basilea II (aplicado en Europa) y el de Basilea I (la norma adoptada en los Estados Unidos) como los principales culpables del estallido de la crisis.

El argumento fue que los requerimientos regulatorios respecto al capital no sólo fueron incapaces de mejorar la solvencia de los bancos, sino además aumentaron los incentivos de los bancos para excederse en la asunción del riesgo.<sup>26</sup> Hay dos ejemplos destacados: el primer ejemplo es que Basilea I creó incentivos para una bursatilización hipotecaria excesiva en los Estados Unidos debido a que los préstamos hipotecarios incluidos en las balanzas generales de los bancos estaban sujetos a un requerimiento de capital superior a aquel impuesto a los préstamos bursatilizados que no estaban incluidos en las balanzas generales. El segundo ejemplo se relaciona con el uso intensivo de los organismos de calificación de riesgo crediticio en Basilea II. Estos organismos sobrevaloraron gravemente la calidad de los productos estructurados y, por tanto, desempeñaron un papel importante en el desarrollo de la crisis.

A medida que el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea revise Basi-

<sup>26</sup> Véase, por ejemplo, una afirmación de la Comisión Paralela sobre la Regulación Financiera (*US Shadow Financial Regulatory Committee* de 2007: [http://www.aei.org/docLib/20071210\\_ShadowStatement253.pdf](http://www.aei.org/docLib/20071210_ShadowStatement253.pdf)).

lea II y se presenten nuevas propuestas, se espera que se tomen en cuenta las necesidades de América Latina y de otros países en desarrollo. Lo ideal sería que hubiera una convergencia de la regulación de los bancos entre países para evitar el arbitraje regulatorio, es decir, el traspaso de las operaciones bancarias hacia países que tienen una regulación menos estricta. Sin embargo, en la práctica el grado de desarrollo es un factor importante para la elaboración adecuada de una buena regulación.<sup>27</sup> Esta es una importante lección que debe aprenderse de la crisis internacional.

En primer lugar, en los países menos desarrollados de América Latina (como Paraguay y muchos países de Centroamérica) no existen normas sólidas de contabilidad e información y la exigibilidad contractual es extremadamente débil. En este contexto, los requerimientos de capital perdieron todo sentido. Esto se debe a que el capital bancario sencillo no ponderado por riesgo se calcula restando los pasivos a los activos. Si, por ejemplo, no se estimaran adecuadamente los préstamos no productivos, el valor calculado del capital también sería erróneo. Asimismo, en varios de estos países los mercados de capitales son incipientes o no existen; por ende, tampoco hay señales de mercado que puedan complementar el papel de los supervisores en la evaluación de la calidad de los bancos. Para este grupo de países, los esfuerzos deben centrarse en el establecimiento de los marcos legales, jurídicos y contables apropiados antes de confiar demasiado en la eficacia de las normas de capital.

En segundo lugar, para los países de América Latina relativamente más desarrollados, donde efectivamente los requerimientos de capital pueden servir como un instrumento útil de supervisión, el desafío es elaborar el estándar que funcione para esos países y todo parece indicar que Basilea II no satisface esa necesidad. Ni el uso de los organismos de calificación de riesgo crediticio ni la fuerte dependencia de los modelos internos que usan los bancos para evaluar el riesgo son útiles. Los organismos de calificación de riesgo crediticio de estos países no están regulados y los supervisores no cuentan con los instrumentos necesarios para evaluar la calidad de los modelos internos de los bancos. Para este grupo de países, es necesario que un coeficiente de apalancamiento sencillo forme la base de los requerimientos de capital.

<sup>27</sup> Véase en Rojas-Suarez (2001 y 2004) un análisis pormenorizado de las restricciones a las que se enfrentan los países en desarrollo en su uso de las normas de suficiencia de capital como instrumento de supervisión.

¿Llegarán a este tipo de conclusiones los organismos internacionales responsables del establecimiento de normas cuando revisen las regulaciones que proponen? No queda más que esperar que el papel más destacado que tiene el Grupo de los 20 en el panorama mundial sea clave para garantizar que se generen las recomendaciones adecuadas para la regulación financiera en los países en desarrollo y que América Latina se beneficie con ello.

*Lección 7:* Como en los episodios de choques adversos externos del pasado, nuevamente la crisis financiera mundial mostró que las tasas de ahorro bajas constituyen una restricción importante para el modelo de desarrollo de América Latina.

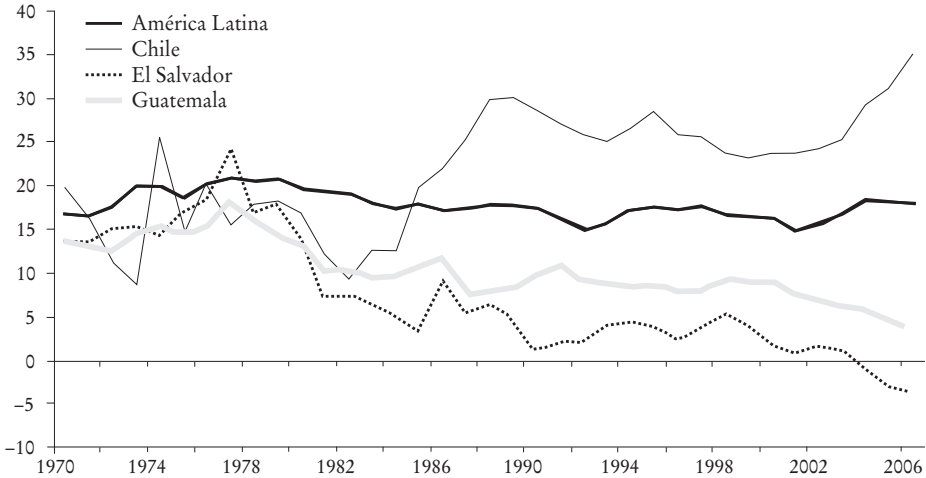
Cuando comparan los distintos modelos de desarrollo, varios analistas ponen en entredicho la conveniencia de depender de las entradas de divisas como motor clave del crecimiento. Como espero que haya quedado claro a lo largo del análisis del presente artículo, no ha sido fácil para los países de América Latina garantizar la sostenibilidad del modelo financieramente abierto y dirigido por el mercado. Tampoco ha sido barato, ya que acumular grandes cantidades de reservas de divisas implica costos financieros considerables. Sin embargo, como se comentó en la Introducción, la mayoría de los países de América Latina no tienen la menor intención de desviarse del modelo que han elegido. La razón fundamental es que el ahorro interno está extremadamente limitado.

Como demuestra el análisis de Birdsall y Rojas-Suarez (2004), la financiación del desarrollo depende de tres pilares importantes: los flujos financieros extranjeros, los ingresos por exportaciones y el ahorro interno. Como se expuso líneas arriba, la falta de diversificación en los productos de exportación significa que la región está sujeta a grandes choques en los términos de intercambio, principalmente debido a la gran concentración en las exportaciones de productos básicos, cuyos precios son en extremo volátiles. Por ende, América Latina no puede depender de los ingresos por exportaciones como una fuente constante de financiación.<sup>28</sup>

América Latina ha dado pasos importantes hacia la maximización de los beneficios de las fuentes de financiación externas y hacia la minimización de las consecuencias adversas de una reversión súbita de las entradas de

<sup>28</sup> Aunque es importante reconocer que la diversificación en términos de socios comerciales es un paso en la dirección correcta.

GRÁFICA 5. Ahorro nacional en relación con el PIB en América Latina



FUENTE: Indicadores del Desarrollo Mundial 2008, Banco Mundial.

capitales. Sin embargo, la región no ha logrado mejorar las tasas de ahorro internas. La gráfica 5 revela un hecho desalentador. En 2006, la región en general mostraba una relación entre la tasa de ahorro nacional y el PIB que era comparable con la alcanzada en el decenio de los setenta. Si bien esta relación regional es representativa del país latinoamericano, hay dos excepciones. La primera es Chile, cuya tasa de ahorro ha aumentado significativamente. La segunda es la región de Centroamérica, donde las tasas de ahorro nacional van a la baja.<sup>29</sup>

Como en las crisis catalizadoras analizadas líneas arriba, la reciente crisis financiera mundial demostró nuevamente las restricciones al desarrollo que se imponen al mantener tasas de ahorro nacional bajas. Antes de la crisis reciente, la ausencia de mercados profundos y líquidos tanto financieros como de capitales en la mayoría de los países de América Latina indujo a las corporaciones grandes a buscar fuentes de financiación en otros países que ofrecían tasas de interés más baratas y mejores condiciones generales. Esto fue un avance natural de la globalización que benefició a las empresas locales en el periodo 2003-2007. Pero durante la crisis, cuando los mercados de

<sup>29</sup> En el caso de Centroamérica los estudios recientes muestran que las remesas han tenido un efecto positivo en el consumo privado, pero un efecto adverso en el crecimiento económico y el ahorro. Véase, por ejemplo, en el artículo de Cáceres y Saca (2006) el caso de El Salvador. Por ende, en Centroamérica las remesas se suman a los factores que explican las bajas tasas de ahorro.

capitales internacionales se agotaron, muchas corporaciones sufrieron graves restricciones al acceso a la financiación. En consecuencia, en el caso de la deuda externa las tasas de morosidad aumentaron para las corporaciones de México y Brasil. Sin lugar a dudas, en los periodos tanto de auge como de caída, el crecimiento y el desarrollo de América Latina partirían de una base más firme si la región gozara de tasas de ahorro nacional más altas.

Sin embargo, del dicho al hecho hay mucho trecho, ya que no hay consenso en la bibliografía empírica en la dirección de la causalidad entre el ahorro nacional y el crecimiento económico.<sup>30</sup> No obstante en este debate es importante diferenciar entre el ahorro privado y el ahorro público.

En cuanto al ahorro privado, el crecimiento representa un determinante importante, aunque no es el único. En muchos países de la región aun está fresco el recuerdo de las grandes pérdidas que sufrieron las personas en términos del valor real de su patrimonio a causa de la profunda y recurrente crisis financiera (véase la lección 5 líneas arriba). Recuperar la plena credibilidad en la estabilidad del sistema financiero es un proceso bastante lento, pero es condición necesaria para el aumento sostenible de las tasas de ahorro privado.

Además, como se explicó en Loayza *et al* (2000), las diferencias demográficas también son un factor importante. La presencia de altas tasas de jóvenes dependientes económicos (la población de menos de 15 años como porcentaje de la población en edad laboral) tiene un efecto negativo en las tasas de ahorro privado y esto puede explicar, al menos en parte, las bajas tasas de ahorro privado de América Latina. Asimismo, el ejemplo de Chile muestra que un sistema de pensiones totalmente financiado permite que el ahorro privado aumente sin compensar al ciento por ciento las reducciones del ahorro público. Sin embargo, son pocos los países de la región que han podido financiar con éxito el costo fiscal de la transición a un sistema de este tipo, el cual requiere el apoyo de los ingresos generales del gobierno. Buen ejemplo de ello es el profundo problema fiscal que resultó del estable-

<sup>30</sup> Véase en Carroll y Weil (1993) y Gavin *et al* (1997) las pruebas de que el crecimiento genera ahorro y en Gutiérrez (2007) las pruebas mixtas de la dirección de la causalidad en América Latina. Un artículo importante de Aghion *et al* (2009) publicado recientemente proporciona pruebas teóricas y empíricas de fondo que muestra que tal vez se necesite un aumento del ahorro interno para generar el crecimiento económico en aquellos países en desarrollo que están rezagados en términos de la instrumentación de las innovaciones tecnológicas. Su regresión de corte transversal a nivel de países muestra que el rezago del ahorro se asocia positivamente con el crecimiento de la productividad en los países pobres, mas no en los países ricos.

cimiento de los fondos de pensiones privados en Bolivia. Asimismo, dado que la cobertura ha permanecido muy limitada, las pensiones privadas no han podido inducir un aumento en el ahorro para grandes segmentos de la población.

Mejorar el ahorro público (la diferencia entre los ingresos y el gasto del gobierno) es una meta política mucho más directa y accesible que aumentar el ahorro privado. Antes de la crisis, varios países de América Latina habían aumentado el ahorro público al mantener superávits fiscales primarios. Sin embargo, como se reconoció en Birdsall *et al* (2008), los esfuerzos por mejorar el ahorro público necesitan enfocarse en mejorar tanto la recaudación de los impuestos como la asignación del gasto del gobierno. Si bien financiar las necesidades de desarrollo de América Latina requiere mayores ingresos, hay un mínimo de gasto en la provisión de bienes públicos, en particular en el ámbito social. Muchos países de la región se ubican por debajo de este mínimo. Véase recomendaciones específicas para mejorar los sistemas fiscales de la región en Birdsall *et al* (2008).

*Lección 8.* Dado que la probabilidad de grandes choques inesperados seguirá presente durante el futuro previsible, las organizaciones multilaterales deben estar preparadas para dotar de liquidez a los países en desarrollo, incluyendo a los países latinoamericanos

En el periodo previo al surgimiento de la crisis financiera internacional, el Fondo Monetario Internacional (FMI) había reducido considerablemente su hoja de balance. En 2006 Mervyn King, gobernador del Banco de Inglaterra, declaró que la importancia del papel del FMI como prestamista de último término iba a disminuir cada vez más a medida que las corporaciones y los gobiernos encontraran fuentes de financiación cada vez más baratas en los mercados de capitales internacionales.<sup>31</sup> En aquel entonces, esta opinión ya era casi universal.<sup>32</sup> En América Latina, la demanda de nuevos recursos del FMI prácticamente había desaparecido. A fines de 2006 Uruguay, uno de los países más pequeños de la región, era el segundo prestatario más grande del FMI (después de Turquía).

El carácter global de la crisis financiera internacional reciente revirtió por

<sup>31</sup> Véase [www.bankofengland.co.uk/publicaciones/speeches/2006/speech267.pdf](http://www.bankofengland.co.uk/publicaciones/speeches/2006/speech267.pdf).

<sup>32</sup> Yo misma, al igual que otros analistas, no coincidía con este punto de vista. Véase [www.cgdev.org/content/opinion/detail/6438/](http://www.cgdev.org/content/opinion/detail/6438/).

completo las opiniones del papel del FMI y de otras organizaciones multilaterales. El contagio a gran escala que provino de los países industrializados y se esparció entre los países en desarrollo demostró que, en un mundo globalizado, es casi imposible lograr un desacoplamiento total. Ciertamente, esto fue verdad en las economías financieramente abiertas de América Latina. A medida que se desvanecieron las entradas de capitales a la región, en particular el comercio de finanzas, aumentaron las necesidades de liquidez de muchos países. El otorgamiento de líneas de crédito del sistema de Reserva Federal a Brasil, México y otros mercados emergentes relajó algunas de las restricciones de liquidez, pero el FMI, la opción más obvia como institución para la provisión de liquidez, no estaba preparada. Carecía tanto de fondos como de instrumentos. No fue sino hasta el segundo trimestre de 2009 que el Grupo de los 20 aceptó capitalizar el FMI y que se creó una línea de crédito de liquidez adecuada, mediante un proceso de desembolso agilizado, la línea de crédito flexible (LCF). Colombia y México pronto solicitaron esta línea de crédito.

Una lección importante de la crisis es que la estabilidad del sistema financiero global y la de América Latina necesitan del FMI como prestamista de último término y de otras organizaciones multilaterales como fuentes complementarias de financiación. Aunque son esenciales (como se explicó en las lecciones 3 y 4), todo tipo de mecanismos de autoaseguramiento (como son la acumulación de reservas de divisas y los fondos de estabilización fiscal), así como de seguros basados en el mercado (como son las líneas de crédito contingentes con bancos internacionales o los bonos indizados al PIB), quizá resulten ser insuficientes ante la presencia de un choque adverso mayor. Como se expuso líneas arriba, la razón fundamental es que América Latina y las demás regiones en desarrollo no emiten monedas fuertes y líquidas, aunque las utilizan en sus transacciones financieras y comerciales. Esta característica no va a cambiar en el futuro próximo.

## CONCLUSIONES

La crisis financiera internacional que sobrevino en los países desarrollados en 2007 afectó negativamente a todas las regiones en desarrollo del mundo, aunque con grados de intensidad muy dispares. A diferencia de los episodios de crisis anteriores, a América Latina le fue bastante bien: los sistemas bancarios nacionales permanecieron estables y no ocurrió ninguna corrida



en contra de las monedas locales. Sin embargo, la crisis reveló los puntos fuertes y débiles del paradigma de desarrollo actual de la región, que se basa en cuentas de capital liberadas y condiciones macroeconómicas considerablemente mejores.

En cuanto a las fortalezas, la mayor flexibilidad (si bien no una flexibilidad pura) de los tipos de cambio en el contexto de las metas inflacionarias resultó ser extremadamente valiosa para capear la tormenta, ya que —en gran contraste con el pasado— los países estaban en posición de reducir las tasas de interés y proporcionar la liquidez que requerían las empresas cuando la financiación de los mercados de capitales internacionales se desvaneció. Asimismo, en los años previos a la crisis, la región entendió que los mecanismos de autoaseguramiento mediante la acumulación de reservas de divisas y una estructura de plazos de los pasivos externos que favoreciera los vencimientos a más largo plazo constituían instrumentos esenciales para los países que carecieran de la capacidad de emitir monedas fuertes.

En términos de debilidades, la crisis mostró que dos males crónicos de la región —su falta de diversificación en las exportaciones y sus tasas de ahorro muy bajas— atentan contra la sostenibilidad del modelo de desarrollo. Si bien lo primero implicó que la región estuvo expuesta a un fuerte deterioro de los términos de intercambio en el punto más alto de la crisis, lo segundo restringió gravemente la disponibilidad del crédito interno.

Pero más allá de las debilidades y las fortalezas, la crisis ha abierto nuevos temas y ha puesto en tela de juicio algunas creencias arraigadas. De particular importancia son el papel del Estado durante las crisis sistémicas generadas en el exterior y la pertinencia de las regulaciones financieras internacionales. Durante la crisis, varios países, incluyendo Chile (el que mejor desempeño mostró en la región), descubrieron que los bancos públicos, cuando están administrados de manera adecuada y totalmente financiados, pueden compensar en parte la fuerte reducción del crédito de los bancos privados. Sin embargo, es demasiado precipitado sacar conclusiones a largo plazo acerca de esta decisión de política, ya que el regreso a los buenos momentos tendría que ir de la mano con un recorte de las actividades crediticias de los bancos públicos para evitar el desplazamiento de las instituciones financieras privadas.

Respecto a las regulaciones financieras internacionales, muchos analistas de la región ahora celebran el pausado ritmo que han tomado los reguladores en la instrumentación de Basilea II, la recién propuesta regulación para

los requerimientos de capital bancario. El Acuerdo de Basilea II es señalado como una de las principales causas del estallido de la crisis en los países industrializados. Este artículo ha analizado varias opciones que América Latina puede considerar en la elaboración de regulaciones que sean adecuadas para el desarrollo de su sistema financiero. No queda más que esperar que el Grupo de los 20 y las organizaciones multilaterales tomen nota de esta experiencia y desechen la opinión imperante de que nivelar el campo de juego en los mercados financieros globales implica la aplicación de regulaciones financieras similares en todos los países, independientemente de su desarrollo.

#### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghion, P., D. Comín, P. Howitt e I. Tecu (2009), “When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?”, Documento de Trabajo 09-80, Boston, Harvard Business School (<http://www.hbs.edu/research/pdf/09-080.pdf>).
- Baggs, J., E. Beaulieu y L. Fung (2008), “Are Service Firms Affected by Exchange Rate Movements?”, artículo presentado en las Midwest International Economic Meetings, 1-3 de mayo, Iowa City, Universidad de Iowa.
- Banco Interamericano de Desarrollo (2005), “Foreign Banks”, *Desencadenar el crédito*, Informe de Progreso Económico y Social en América Latina 2005, Washington.
- Birdsall, N., y L. Rojas-Suarez (2004) (comps.), *Financing Development: The Power of Regionalism*, Washington, Center for Global Development.
- \_\_\_\_\_, A. de la Torre y R. Menezes (2008), *Fair Growth: Economic Policies for Latin America’s Poor and Middle-Income Majority*, Washington, Center for Global Development and Inter-American Dialogue.
- Cáceres, L. R., y N. N. Saca (2006), “What do Remittances Do? Analyzing the Private Remittance Transmission Mechanism in El Salvador”, Documento de Trabajo WP/06/250 del FMI, Washington, Fondo Monetario Internacional.
- Carroll, C., y D. Weil (1994), “Savings and Growth: A Reinterpretation”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 40 (0), pp. 133-192.
- Chinn, M. D., y H. Ito (2007), “A New Measure of Financial Openness”, Documentos de Trabajo de La Follette School, Madison, Universidad de Wisconsin.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) (2009), *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, CEPAL.
- Fondo Monetario Internacional (2009), *Regional Economic Outlook: Western Hemisphere*, Washington.
- Foxley, A. (2009), *Recovery: The Global Financial Crisis and Middle-Income Countries*, Washington, Carnegie Endowment for International Peace.

- Galindo, A., A. Izquierdo y L. Rojas-Suarez (2009), "Financial Integration and Foreign Banks in Latin America: How do they Impact the Transmission of External Financial Shocks", Documento de Trabajo del Center for Global Development, Washington.
- Gavin, M., R. Hausmann y E. Talvi. (1997), "Saving Behavior in Latin America: Overview and Policy Issues", Documento de Trabajo R-346, Washington, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Goldstein, M. (2002), *Managed Floating Plus*, Washington, Policy Analysis in International Economics 66, Institute for International Economics.
- Gutiérrez, M. (2007), "Savings in Latin America after the mid 1990s: Determinants, Constraints and Policies", Serie Macroeconomía del Desarrollo núm. 57, CEPAL, Santiago de Chile ([http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/27899/LCL2662\\_P.pdf](http://www.eclac.org/publicaciones/xml/9/27899/LCL2662_P.pdf)).
- Loayza, N., H. López, K. Schmidt-Hebbel y L. Servén (2000), "Savings in Developing Countries: Overview", *World Bank Economic Review*, 14(91), Banco Mundial, Washington.
- Perry, G. (2009), "Beyond Lending: How Multilateral Banks can Help Developing Countries Manage Volatility", Washington, Center for Global Development.
- Rojas-Suarez, Liliana (2001), "Can International Capital Standards Strengthen Banks in Emerging Markets?", Documento de Trabajo WP01-10, Washington, Institute for International Economics.
- \_\_\_\_ (2003), "Monetary Policy and Exchange Rates: Guiding Principles for a Sustainable Regime", P. P. Kuczynski y J. Williamson (comps.), *After the Washington Consensus: Restarting Growth and Reform in Latin America*, Washington, Institute for International Economics.
- \_\_\_\_ (2004), "International Standards for Strengthening Financial Systems: Can Regional Development Banks Address Developing Country Concerns?", N. Birdsall y L. Rojas-Suarez (comps.), *Financing Development: The Power of Regionalis*, Washington, Center for Global Development.
- \_\_\_\_ (2009) (comp.), *Growing Pains in Latin America: An Economic Growth Framework as Applied to Brazil, Colombia, Costa Rica, Mexico and Peru*, Washington, Center for Global Development.
- \_\_\_\_, y S. Sotelo (2007), "The Burden of Debt: An Exploration of Interest Rate Behavior in Latin America", *Contemporary Economic Policy*, 25(3), pp. 387-414.
- Sánchez Anocha, D. (2007), "Anglo-Saxon Structuralism vs. Latin American Structuralism in Development Economics", E. Pérez y M. Varengo (comps.), *Ideas, Policies and Economic Development in the Americas*, Routledge, Routledge Studies in Development Economics.
- Shixue, J. (2001), "Evolution of the Latin American Development Models in the 20<sup>th</sup> Century: Lessons and Implications for Other Developing Countries", *Asian Journal of Latin American Studies*, 14(1), pp. 173-197.