

«La reforma de la arquitectura económica mundial: lecciones derivadas de las últimas crisis» *

Las crisis financieras y monetarias han azotado cada vez con más frecuencia un mayor número de países: se calcula que de 80 a 100 países se han enfrentado a una crisis desde mediados de los años setenta. Los estudios teóricos y empíricos avalan la hipótesis de que la liberalización de los mercados financieros y de capitales está sistemáticamente relacionada con esta vulnerabilidad. Aunque la liberalización del mercado de capitales claramente implica mayores riesgos, no ha traído consigo beneficios equivalentes en términos de crecimiento económico. La comunidad internacional se ha planteado si los acuerdos financieros internacionales establecidos después de la Segunda Guerra Mundial, posteriormente modificados al abandonarse el patrón oro en 1973, siguen estando a la altura de los desafíos del siglo XXI; si sólo son necesarias unas pequeñas modificaciones (ligeros cambios en el gobierno de las instituciones financieras internacionales, mayor transparencia de las entidades o una mayor vigilancia por parte del supervisor); o si se necesitan unos cambios más importantes para adaptar estas instituciones a las necesidades de las economías modernas.

Finantza eta moneta krisiek gero eta maizago astindu dituzte gero eta herrialde gehiago. Hirurogeietako erdialdetik hona 80 eta 100 bitarteko herrialdek aurre egin diotela krisi bati kalkulatu da. Azterlan teorikoek eta enpirikoek baieztatu dute finantza eta kapital merkatuen liberalizazioa sistematikoki lotuta dagoela ahultasun horrekin. Kapitalen merkatuaren liberalizazioak, zalantzarik gabe, arrisku handiagoak ekarri baditu ere, ez du beste horrenbeste onurarik ekarri ekonomi hazkundeari dagokionez. Nazioarteko komunitateak zenbait galdera egin ditu: Bigarren Mundu Gerraren ostean onartu ziren eta gero, 1973an, urre patroia uztean aldatu ziren nazioarteko finantza akordioak oraindik baliagarriak ote diren XXI mendeko erronkei egiteko; aldaketa txiki zenbait (nazioarteko finantza erakundeen gobernuan aldaketa txiki batzuk, gardentasun handiagoa entitateetan edo ikuskatzailearen zaintza handitzea) besterik ez ote den behar; edo aldaketa sakonagoak behar ote diren erakunde horiek gaur egungo ekonomien beharretara egokitzeko.

In recent years financial and monetary countries have affected more and more countries with increasing frequency: it is calculated that between 80 and 100 have suffered a crisis since the mid nineteen-seventies. Theoretical and empirical studies support the hypothesis that the liberalisation of financial market and of capital is systematically connected with that vulnerability. Although the liberalisation of the capital market has clearly brought with it an increase in risks, no equivalent increase in terms of economic growth is appreciable. The international community is wondering whether the international financial agreements reached after World War II and subsequently modified when the gold standard was abandoned in 1973 are capable of meeting the challenges of the 21st century, i.e. whether all that is needed is some slight modifications (slight changes in the government of international financial institutions, increased transparency at organisations and increased watchfulness by supervisors), or whether more radical changes are called for to adapt these institutions to the needs of modern economies.

* La revista *Ekonomiaz* agradece al *The Journal of Finance* el permiso para reproducir este artículo, originalmente escrito en inglés. *The Journal of Finance*, V55 (2000), page 1508-1521. Copyright American Finance

ÍNDICE

1. Introducción
 2. Diez puntos claves para una reforma de la arquitectura internacional
 3. Reflexiones sobre un “prestamista de última instancia”
 4. Tres lecciones metodológicas
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Crisis, crisis monetaria, crisis financiera, liberalización de los mercados financieros, vulnerabilidad.
Clasificación JEL: E4, E5, F3, G1

1. INTRODUCCIÓN

A raíz de las turbulencias surgidas recientemente en los mercados financieros internacionales, la comunidad internacional se ha planteado una serie de preguntas básicas como: saber si siguen estando a la altura de los desafíos del siglo XXI los acuerdos financieros internacionales establecidos después de la Gran Depresión y la Segunda Guerra Mundial, posteriormente modificados al abandonarse el patrón oro en 1973; o si sólo son necesarias unas pequeñas modificaciones (tales como ligeros cambios en el gobierno de las instituciones financieras internacionales, una mayor transparencia, o vigilancia); o si se necesitan unos cam-

bios más importantes para adaptar estas instituciones a las necesidades de las economías modernas. Hoy en día, a pesar de las numerosas propuestas, debates y discusiones, no se ha alcanzado aún consenso alguno sobre las modificaciones deseables. Mientras tanto, ¿qué pueden hacer los países, especialmente los que son pobres, pequeños y menos desarrollados, para protegerse de los estragos causados por las tormentas desencadenadas a raíz de la inestabilidad financiera internacional?

El tema es complejo, y en el breve espacio de esta comunicación no puedo tratarlo como se merece. En vez de intentar hacer un tratamiento exhaustivo voy a

Association. Igualmente agradece a los profesores Pedro A. Fuertes Olivera y Marisol Velasco Sacristán la traducción al castellano. La revisión técnica corrió a cargo del profesor José Miguel Rodríguez.

* Premio Nobel de Economía de 2001, Antiguo Director economista del Banco Mundial, Antiguo Presidente del Consejo de Asesores Económicos del Presidente de los Estados Unidos.

resumir mis puntos de vista en diez aspectos básicos, seguidos de tres importantes observaciones metodológicas.

Deberíamos tener en cuenta que el éxito de un programa de desarrollo o estabilidad debe evaluarse según su impacto en las formas de vida de aquellos individuos a los que afecta, ¡y no en función de la estabilidad del tipo de cambio! Nuestro objetivo debería ser claro: el bienestar de los ciudadanos del país afectado, lo que nos obligaría prestar la atención debida a las cuestiones de distribución de la renta y la riqueza. Por mucho que un determinado programa haya conseguido estabilizar el tipo de cambio de un país en crisis, no debemos afirmar que dicho programa ha sido un éxito si el citado país entra en una recesión profunda y prolongada. No puede considerarse que un programa tiene éxito hasta que el desempleo vuelva a niveles normales, y el crecimiento se reanude. Determinar lo que supone un éxito resulta cada vez más problemático, debido a la tendencia a hacer hipótesis sobre cuestiones que están fuera de la realidad –por ejemplo, preguntándose ¿qué ocurriría si no existiera el programa tal o cual? Quizás el producto hubiera descendido aún más, y el desempleo hubiera aumentado también más. Pero desde la llegada de la moderna gestión macroeconómica, los Gobiernos de los países desarrollados han sido capaces de acortar las recesiones y mitigar su gravedad, adoptando fuertes medidas contracíclicas¹. Así que, los que defienden la adopción de políticas de contracción cuando

se produce una crisis que deprime claramente la fortaleza de una economía, habrían de soportar la dura carga de la prueba. Deberían demostrar o que las políticas expansionistas no eran viables, o que las políticas de contracción generarían un crecimiento a largo plazo. Por lo que se conoce de las trayectorias de crecimiento en general seguidas, hay poca evidencia a favor de la última hipótesis.

Teniendo en cuenta estas advertencias, paso a continuación a presentar diez puntos clave de política.

2. DIEZ PUNTOS CLAVES PARA UNA REFORMA DE LA ARQUITECTURA INTERNACIONAL

2.1. La arquitectura financiera internacional ha mostrado una enorme fragilidad durante el último cuarto de siglo

Las crisis financieras y monetarias han azotado cada vez con más frecuencia, provocando altos costes presupuestarios para los Gobiernos que, inevitablemente, han intentado reanimar sus economías². Han tenido también otras graves consecuencias. Durante los años siguientes a una crisis, el crecimiento se ralentiza y el desempleo aumenta. Se calcula que de 80 a 100 países se han

² Sobre las consecuencias en el crecimiento, véase Caprio (1997). Las recesiones económicas dejan un legado desfavorable de larga duración, manifestado entre otras cosas a través del desgaste del capital humano, el cual ha sido subrayado en la literatura sobre el efecto de histéresis y puede ser también un factor determinante de los altos niveles sostenidos de desempleo en Europa. Véase Blanchard y Summers (1986).

¹ Véase, por ejemplo, Stiglitz (1997a, 1997b).

enfrentado a una crisis desde mediados de los años setenta³.

¿Qué conclusiones pueden extraerse de esta experiencia? Permítaseme introducir una de las metáforas que usaré con frecuencia en lo que sigue: si hay un único accidente en una carretera, es posible que podamos encontrar una explicación en el conductor, en su vehículo o en la meteorología. Pero si hay cientos de accidentes en la misma curva de la carretera, entonces lo que hay que plantearse es la propia construcción de la carretera. Las carreteras no han de diseñarse para conductores expertos, ni para pilotos de carrera, sino para conductores normales. Si éstos descubren que la conducción es cada vez más difícil, parece necesario volver a diseñar la carretera o imponer normativas para los coches que conducen por ella.

2.2. La liberalización de los mercados financieros y de capitales está sistemáticamente relacionada con esta vulnerabilidad

Los estudios teóricos y empíricos avallan esta conclusión. Una liberalización prematura del mercado financiero –por ejemplo, antes de que se hayan desarrollado las estructuras reguladoras apropiadas– lleva frecuentemente a una excesiva concesión de créditos peligrosos por parte de los bancos. Los estudios empíricos

muestran que la probabilidad de que se produzca una crisis financiera es especialmente alta en los cinco años siguientes a la liberalización de los mercados⁴. La crisis asiática reciente ha seguido este modelo. Dado el fuerte compromiso de los Gobiernos de los países asiáticos para seguir adelante con la liberalización de los mercados financieros, no existía una vía clara que pudiera usarse para gestionar las consecuencias macroeconómicas del oleaje del capital financiero, que salió del país más rápidamente de lo que entró⁵.

Los avances de la teoría económica (por ejemplo, Hellman, Murdock y Stiglitz, 1996) muestran que la confianza en los ratios de solvencia de las entidades financieras, un rasgo común a todos los países que se han embarcado en procesos de liberalización de los mercados financieros, no es eficiente en términos paretianos. Resulta especialmente problemático confiar sin más en los ratios de solvencia de las entidades financieras en economías con sistemas de información precarios y que afrontan altos riesgos. En efecto, debido a su dimensión más reducida, muchos de los países menos desarrollados tienen economías menos diversificadas y, por tanto, se enfrentan a mayores riesgos. Los problemas de regulación en el período subsiguiente a la liberalización se ven agravados por la falta

³ Caprio y Kingebiel (1996) identifican 69 países que han sufrido crisis bancarias desde finales de los 70. Sólo incluyen países cuyos datos son suficientemente conocidos. Creen que si se incluyeran economías en transición, debería incluirse al menos 20 países.

⁴ Kaminsky, Linzondo y Reinhart (1998). Véase también el estudio pionero de Diaz-Alejandro (1985) sobre la crisis chilena de 1982. En el contexto de las crisis escandinavas, véase Steigum (1992) y Kander y Vartia (1996).

⁵ Para un estudio más exhaustivo de la crisis, véase Furman y Stiglitz (1999).

de personal cualificado, que normalmente pasa a trabajar al pujante sector privado, el cual puede ofrecer condiciones más ventajosas que el sector público. Y se conocen desde hace tiempo las inestabilidades que surgen debido a la excesiva confianza en los créditos respaldados con avales u otras garantías, una característica importante de las economías asiáticas: tales operaciones crediticias refuerzan la bonanza económica, pero cuando el valor de los avales se desploma, el incumplimiento de los pagos se dispara y el crédito se restringe, fomentando la caída del precio de los activos.

Estas inestabilidades innatas sólo se refuerzan por una excesiva confianza en los ratios de solvencia de las entidades financieras, sin la refinada seguridad derivada de la supervisión aplicada por los reguladores para ejercer un control muy de cerca, como es habitual en las economías más avanzadas. El comienzo de una recesión origina un pequeño número de quiebras, colocando a los bancos por debajo de los ratios de solvencia exigidos a las entidades financieras. En un entorno pesimista, a los bancos les resulta imposible conseguir nuevos recursos propios, lo que les obliga a recortar la concesión de créditos. Pero como todos los bancos tienden a comportarse de la misma forma, las quiebras y los créditos morosos se disparan, lo que crea un círculo vicioso.

Hay que subrayar que muchos de los problemas no hubieran surgido en los entornos menos liberalizados de antaño. Tailandia, por ejemplo, antes de verse forzada a abrir sus mercados, había impuesto

limitaciones a la concesión de créditos bancarios destinados a la actividad especulativa en el mercado inmobiliario. Era consciente de que tales créditos eran una fuente importante de inestabilidad y, además, pensaba que la inversión en empleo –con nuevas fábricas– proporcionaba mejores bases para una estrategia de crecimiento que construir edificios con oficinas vacías. Pero presionado por aquellos que defendían las doctrinas de la liberalización del mercado, sucumbió ante el juicio del mercado, lo que tuvo consecuencias desastrosas⁶.

Hay cierta ironía en esta evidencia de mayor inestabilidad, porque uno de los argumentos *a favor de* la liberalización del mercado de capitales es que produce una mayor diversificación, lo que a su vez hace que el país sea menos vulnerable. De hecho, el que la diversificación se produjera fundamentalmente dentro del propio este asiático, como sucedió, hizo que los azotes de la crisis tuvieran una fuerte correlación (quizá agravada por las

⁶ Otra metáfora se ha puesto de moda para hacer referencia a los países pequeños y poco desarrollados que se embarcan en la liberalización financiera y del mercado de capitales a corto plazo. Se les compara con un pequeño barco que se hace a la mar cuando el océano está bravío y encrespado, aún cuando sea bien gobernado por el timonel y esté bien construido, es vulnerable y puede ser arrastrado por una ola que le haga volcar. Y si el capitán no tiene la suficiente preparación y si los agujeros no han sido completamente tapados (si la liberalización del mercado de capitales se lleva a cabo de una forma muy rápida después de un periodo de regulación del mercado financiero), entonces hay una mayor probabilidad de que el naufragio sea más rápido y desastroso. De hecho, un diseño que haga que el barco sea más rápido y ligero hace que sea menos estable. En Asia, ni siquiera hubo tiempo para aprovecharse de un diseño supuestamente mejorado antes de que sobreviniera el desastre.

políticas adoptadas). Y, así, la mayor vulnerabilidad resultante de la liberalización pesó más que las ventajas de la diversificación, un resultado que también se observa en cualquier otro lugar del mundo.

2.3. Aunque la liberalización del mercado de capitales claramente augura mayores riesgos, no ha traído consigo beneficios equivalentes en términos de crecimiento económico

De nuevo, tanto la teoría como la práctica avalan esta conclusión. Utilizando el mismo tipo de regresión transversal por países que detecta significativas ganancias derivadas de la liberalización comercial, Rodrik (1998) muestra que ni la inversión ni el crecimiento se asocian claramente con la liberalización del mercado de capitales. Y de todas las regiones del mundo, el este asiático es la región que, probablemente, menos tenía que ganar con la liberalización de la cuenta de capital, puesto que, con sus altas tasas de ahorro, no necesitaba inyecciones de capital nuevas. Los bajos rendimientos que podrían asociarse con estas inversiones marginales hicieron que los rendimientos esperados fueran bajos y los riesgos altos.

Hay una serie de motivos más generales que aconsejan ser bastante escépticos respecto a la idea de que la liberalización de la cuenta de capital produce un mayor crecimiento. La liberalización se ha centrado, en general, en abrir un país a los flujos especulativos a corto plazo; pero precisamente debido a la volatilidad de tales flujos, es difícil basar las inversiones productivas a largo plazo en estos fondos.

A la hora de evaluar las diversas fuentes de vulnerabilidad, hay un factor que recibe cada vez mayor atención: el ratio deuda externa a corto plazo frente a reservas. Gran número de países en los que esta variable era superior a uno sufrió crisis. Esta variable no aparecía en estudios anteriores sobre crisis porque la mayoría de los economistas han señalado que, dentro de un régimen de completa convertibilidad, cualquier activo nacional podría transformarse en divisas extranjeras, de forma que el pasivo extranjero *existente* a corto no reflejaba la magnitud del “peligro” potencial⁷. El que la variable haya recibido recientemente mayor atención ilustra los potenciales efectos *negativos* del endeudamiento a corto plazo. Considérese el caso de un país pobre y de reducido tamaño en el que una empresa pide un préstamo de 100 millones de dólares a un banco estadounidense al 18 por ciento de interés. Un comportamiento prudente por parte de este país implica que debe aumentar sus reservas en 100 millones de dólares –probablemente mantenidos en forma de letras del Tesoro estadounidenses. De hecho, el país está pidiendo un préstamo a los Estados Unidos al 18 por ciento y prestando a

⁷ Por otro lado, el resultado está de acuerdo con los modelos de equilibrios múltiples, como los denominados de “mancha solar” [o de “exceso de volatilidad”, una incertidumbre de mercado generada por el mecanismo económico en sí]: si alguien cree que el resto de la gente va a pensar que un ratio determinado es sinónimo de una crisis, entonces, cuando vean que la variable pasa el umbral fijado, retirarán sus fondos, lo que desembocará en una crisis. Sobre los primeros modelos de equilibrios múltiples (incluidos los de equilibrios de “mancha solar”), véase Stiglitz (1972a) y Shell (1977).

Estados Unidos al 4 por ciento –una estrategia que es difícil que pueda generar crecimiento nacional, aunque puede beneficiar claramente a los Estados Unidos, uno de los más fervientes defensores de la liberalización de la cuenta de capital.

El motivo más importante por el cual la liberalización de los mercados financieros y de capitales puede que no esté relacionada con el crecimiento es que favorece la inestabilidad. La inestabilidad, como hemos aprendido en la lección primera, tiene importantes efectos adversos sobre el crecimiento⁸.

2.4. Los efectos adversos de la liberalización del mercado financiero y del mercado de capitales pueden, a su vez, relacionarse con el hecho de que haya notorias discrepancias entre los rendimientos y los riesgos sociales y privados

La crisis del este asiático fue relacionada con el endeudamiento del sector privado. Ni siquiera los grandes créditos concedidos a Tailandia deberían haber constituido problema alguno, pues el endeudamiento se estaba usando para financiar la inversión privada, lo que presumiblemente producía un rendimiento que superaba el coste del endeudamiento. Sólo si uno sospechaba que había una sub-

vención estatal (explícita o implícita, en forma de un hipotético “salvamento” por parte del Estado), había motivos para preocuparse –es decir, *si uno confiaba en el mercado y, por tanto, era partidario de éste como asignador eficiente de recursos*. Pero la experiencia del este asiático ha corroborado las lecciones aprendidas por las experiencias de otros lugares: las debilidades del sector financiero y el oleaje de los flujos de capital asociados con la liberalización de la cuenta de capital, imponen grandes riesgos sistémicos a una economía. Los costes de estos desbarajustes los padecen no sólo los prestatarios y prestamistas implicados en las transacciones, sino también los trabajadores, los pequeños empresarios y otras personas presentes también en una economía.

2.5. Es intelectualmente incoherente abogar por la puesta en marcha de operaciones de salvamento y poner de relieve la importancia del contagio y del riesgo sistémico pero sin intentar enfrentarse a la auténtica fuente del problema

El argumento anterior mantenía que hay externalidades negativas asociadas con el endeudamiento internacional a corto plazo privado. Si no existieran tales externalidades, sería más difícil defender las operaciones de salvamento, y no habría necesidad de preocuparse de los posibles contagios. Al igual que reconocemos ahora que la producción de acero puede desencadenar una externalidad negativa –la contaminación atmosférica– y que ésta exige que una Administración Pública obligue a “reducir” la contaminación (a

⁸ Hay toda una serie de razones que justifican esto: un modelo de inestabilidad implica un mayor riesgo para la inversión, poniendo freno así a una de las principales fuentes de crecimiento. En recesiones económicas, las inversiones en I + D, infraestructuras y otro tipo de gastos que promueven la productividad, tienden a ser recortadas, pese a ser importantes para el crecimiento a largo plazo. Véase Greenwald y Stiglitz (1989).

través del precio u otras formas de regulación), es importante reconocer las externalidades negativas asociadas con los flujos de capital privado a corto plazo. En el caso anterior, la consecuencia de la internalización “impuesta” de esta externalidad puede ser una reducción de la producción de acero –esencialmente, una reasignación de recursos para reflejar mejor los costes y beneficios sociales de la actividad siderúrgica, en vez de confiar en las distorsionadas asignaciones de recursos hechas por el mercado sin tener en cuenta los importantes costes sociales. También debería ser así para el último ejemplo. El difundido argumento de que las intervenciones públicas podrían reducir el flujo de capitales está tan desencaminado como el que mantiene que desalentar la contaminación atmosférica podría poner freno a la producción de acero.

2.6. **El sentido de las intervenciones debería ir orientado a estabilizar los flujos de capital, ya que es la inestabilidad de tales flujos la que genera los altos costes sociales y la que limita sus beneficios**

De nuevo, permítanme utilizar una metáfora: si no hubiera presas, el deshielo de la nieve en las cumbres de las montañas provocaría inundaciones desastrosas, causando muerte y destrucción. Una presa bien construida atemperará el discurrir del agua, aunque no impedirá el movimiento del agua desde la cima de la montaña hasta el mar. Ahora bien, al estabilizar el caudal, la presa permite reducir y quizás eliminar los aspectos destructivos y mortales del torrente. En realidad, la

presa puede convertir el agua en una fuerza poderosa y productiva.

Todo ello tiene una importante consecuencia: una buena presa no tiene que detener el caudal en su totalidad, ni siquiera temporalmente, para que se le considere valiosa.

2.7. **Con frecuencia, la clave para la estabilización es un programa integral y coherente**

En una ocasión anterior, he esbozado un programa articulado en tres ideas⁹:

1. *Eliminación de las distorsiones gubernamentales que han estimulado los flujos a corto plazo.* (Tailandia tenía una legislación financiera que facilitaba directamente esos flujos; las restricciones de Corea sobre los flujos a largo plazo alentaron indirectamente los flujos a corto plazo).
2. *Fortalecimiento de las instituciones financieras.* A su vez, esto implica una serie de ingredientes, tales como una mayor transparencia; una regulación bancaria amplia y efectiva, que incluya unos niveles adecuados para los ratios de recursos propios ajustados a los riesgos asumidos (unos niveles flexibles y adaptados a las circunstancias concretas de cada país); controles de velocidad, tales como restringir la tasa de crecimiento de los créditos concedidos; y establecer límites a la exposición al riesgo, sea riesgo directo o indirecto

⁹ Véase Stiglitz (1998a, 1998b).

(sobre las empresas a las que prestan los bancos).

3. *Intervenciones directas para estabilizar los flujos de capitales, sin mediación del sistema bancario*

Es importante reconocer que las dos primeras series de medidas, tan importantes como difíciles –especialmente para los países menos desarrollados–, no son suficientes para vacunar a los países frente al tipo de inestabilidades que han predominado en el último cuarto de siglo. En Estados Unidos, por ejemplo, hay en la actualidad cierta resistencia frente la transparencia en forma de contabilidad a precios de mercado (que exige que los bancos registren todos los activos por su valor actual de mercado), incluso cuando se viven aún las secuelas de la crisis de las S&L [*savings and loan associations*, entidades similares a las cajas de ahorros], que se atribuye en parte a una precaria regulación, incluyendo sistemas de información inadecuadamente transparentes. No hubo reforma, ni siquiera después de que se reconociera que, el no contabilizar a precios de mercado, no solo limitaba la transparencia sino que traía consigo políticas de inversión distorsionadas, las cuales aumentaban de forma sustancial la exposición al riesgo por parte de los bancos¹⁰. Incluso en las mejores circunstancias, la obtención

¹⁰ De igual forma, la bien conocida –y triunfante– oposición de los funcionarios de la Administración norteamericana a las propuestas del Comité de Normas de Contabilidad Financiera (FASB, *Financial Accounting Standards Board*) orientadas a exigir métodos contables más transparentes para las opciones sobre acciones, ilustra bien los problemas políticos con los que a menudo se encuentran tales propuestas. Véase Stiglitz (1992).

de datos relevantes puede ser difícil –y cada vez resulta más difícil.

Obsérvese que, en la teoría tradicional de los mercados competitivos (articulada, por ejemplo, en Arrow y Debreu, 1954), el fundamento de la fe en la eficacia de los procesos de mercado supone que toda la información importante pueda expresarse por medio de los precios. Sería irrelevante solicitar informaciones cuantitativas de otra naturaleza, según las hipótesis de la teoría convencional de la competencia –nadie exige a las empresas productoras de acero que den a conocer sus cifras de ventas. Ello pone de relieve la diferencia entre los mercados de bienes tales como el acero y los mercados financieros, y socava el argumento a menudo oído de que la libre circulación de capitales fomenta el bienestar de la misma forma que lo hace el libre comercio de mercancías. Los mercados financieros son diferentes. De igual manera, incluso los países con estructuras institucionales avanzadas no pueden presumir de marcas (récorde) impresionantes en la gestión de sus sistemas bancarios –considérense en este sentido las crisis financieras en Estados Unidos, países escandinavos y Japón. Ningún país tiene adecuados ajustes por riesgo en los ratios de recursos propios exigidos a las entidades financieras, ni en las primas pagadas por el seguro de los depósitos bancarios. Igualmente, el hecho de que las últimas crisis financieras importantes ocurrieran en los países escandinavos, que destacan por su transparencia, demuestra que la transparencia no es suficiente por sí sola.

El mayor uso de productos financieros derivados –cuyas consecuencias en términos de riesgo son a menudo muy difíciles de evaluar– y su mayor complejidad ha complicado aún más los intentos por lograr una mayor transparencia y una mejor regulación¹¹.

Permítaseme aclarar este aspecto: son deseables tanto una mejor regulación como una mayor transparencia. Pero no deberíamos ni subestimar las dificultades de implantación ni sobrestimar la efectividad de tales medidas. Los que creen que regulación y transparencia es todo lo que se requiere, o bien están buscando soluciones fáciles y baratas a un problema internacional serio y complejo, o bien están buscando soluciones que sean ideológicamente compatibles con la creencia en el “libre mercado” –a pesar de la evidencia sobre la importancia de los fallos del mercado descritos anteriormente (véase el punto 1).

El que un programa integral necesite ir más allá de la regulación bancaria queda

¹¹ En varios casos, empresas que creían tener una “posición cubierta” descubrieron que la otra parte, la que ofrecía la cobertura, había quebrado. Por ello, los reguladores de los bancos no sólo necesitan examinar la exposición al riesgo por parte de las entidades, sino también la situación de la cartera de quienes proporcionan cobertura, y la correlación entre los riesgos de crédito y los riesgos de mercado. Las dificultades para proceder así –y la posición de desventaja de los reguladores– parecen evidentes. El reciente fracaso de los reguladores bancarios en Estados Unidos, que no pudieron evitar que un único fondo de cobertura (*hedge fund*) se endeudase en cantidades suficientes como para que sus “posiciones abiertas” implicaran un riesgo sistémico para el sistema financiero global, debería hacernos menos optimistas en cuanto a que la estrategia adecuada sea lograr que los países menos desarrollados mejoren su transparencia o sus capacidades reguladoras con el fin de prevenir crisis futuras.

patente por la experiencia de Indonesia, en donde dos tercios del endeudamiento nacional había sido contraído por compañías mercantiles. Volviendo a la metáfora de la presa, frenar el endeudamiento de un banco con el exterior puede ser como poner un dedo en un dique –puede tapar un agujero, pero, irremediablemente, el agua encontrará una forma de salir–. Si hay incentivos económicos (o percepciones desencaminadas) que conduzcan a desear endeudarse con el extranjero, las compañías mercantiles que puedan hacerlo lo harán, incluso si los bancos no pueden realizarlo en nombre de ellas¹².

2.8. Aunque es crucial contar con un programa global, también es necesario adaptar sus características a la situación de cada país

En concreto, el armazón de regulaciones para los países menos desarrollados puede diferir notoriamente del de los países más desarrollados, porque los riesgos son mayores, las competencias de los reguladores son más débiles, y la información es más pobre. Los países desarrollados están orientándose hacia la vigilancia de los propios sistemas de gestión de riesgos de los bancos, pero los controles directos deberían seguir jugando un

¹² Al mismo tiempo, una regulación bancaria fuerte –que incluya limitaciones sobre la exposición al riesgo por parte de las empresas a las que los bancos conceden créditos– puede tener un impacto importante en el riesgo bancario global. Al igual que podrían tenerlo ajustes adecuados por riesgo en los ratios de recursos propios exigidos y en las primas del seguro de depósitos, lo que presumiblemente haría que los bancos cargaran tipos de interés más altos a las empresas que tuvieran una exposición al riesgo alta. Los actuales ajustes por riesgo están lejos de alcanzar este objetivo.

papel prominente en lo que respecta a los países menos desarrollados. De esta forma, puede que los países menos desarrollados necesiten imponer regulaciones más rigurosas sobre la concesión de créditos –por ejemplo, en relación con la propiedad inmobiliaria especulativa. Puede que necesiten imponer límites de velocidad (restricciones sobre la tasa a la que puede crecer la cartera de créditos). Puede que necesiten también limitar el uso de productos financieros derivados.

La regulación bancaria moderna reconoce las ineficiencias –e incluso los peligros– de una excesiva confianza en los ratios de recursos propios requeridos a las entidades financieras; y este problema es especialmente grave en el caso de los países menos desarrollados. El problema se agrava cuando, de forma demasiado rápida, se imponen ratios excesivamente exigentes en una economía en recesión, en la que muchos bancos no podrán cumplir dichos ratios. Una excesiva severidad puede resultar contraproducente, pues puede provocar una contracción del crédito sistémica, ya que, a medida que los bancos restringen y reducen créditos para cumplir los ratios requeridos (porque en medio de una recesión es probable que les resulte difícil conseguir una nueva inyección de capital), más empresas entran en quiebra, lo que aumenta el volumen de los créditos morosos y fallidos.

Como ejemplo drástico de la “falacia de la agregación”, baste señalar que, una política diseñada para conseguir bancos fuertes (cuando un banco aislado tiene

problemas), en realidad socava la fortaleza del sistema bancario cuando hay debilidades sistémicas. Los países que han gestionado con éxito las crisis financieras y las recesiones de que vienen acompañadas han apostado por la “tolerancia” –admitir la debilidad *temporal* (de hecho) de los ratios de recursos propios, a la vez que aumentar la intensidad de la supervisión de las transacciones financieras.

2.9. Una parte clave de las reformas para estabilizar el sistema financiero internacional es una reforma fundamental de la legislación sobre quiebras, incluyendo lo que llamo un “super-capítulo 11”

La reforma del derecho concursal tiene que reconocer la diferencia entre quiebra sistémica, cuando una parte considerable de las empresas de una economía quiebran, y quiebra individual, en la que una empresa aislada no puede hacer frente a sus obligaciones. A la hora de juzgar la calidad de la labor realizada por los directivos, las conclusiones que pueden deducirse son radicalmente diferentes en cada una de esas dos situaciones –pocas empresas de un país podrían sobrevivir a las depreciaciones de las divisas y a las subidas en los tipos de interés de la magnitud que ocurrieron en el este asiático. La presunción de partida debería ser que los directivos actuales van a continuar en sus cargos; y habría de recaer sobre los acreedores la carga de la prueba para demostrar que existía una persistente mala gestión de los activos de la empresa. Esto guarda mucha relación con el capítulo 11 de la Ley de Quiebras,

en el que tradicionalmente la gerencia continúa, con una simple reorganización de las deudas (haciéndose normalmente los acreedores con algunas acciones, si bien los dueños originales de las acciones raramente son desplazados por completo). En un “super-capítulo 11”, habría incluso mayores exigencias de prueba a los acreedores si éstos buscaran otras soluciones distintas a ésta, y quizás, en paralelo, se requeriría una mayor claridad en la especificación de las alternativas ante las situaciones de insolvencia e incumplimiento de pagos.

No sólo difiere la información transmitida por los dos tipos de quiebra. Además, los costes de los procedimientos ordinarios de quiebra pueden ser enormes cuando se aplican a la quiebra sistémica. Si hubiera una quiebra sistémica, la lentitud y los retrasos, que son frecuentes y comunes en todo proceso de quiebra, impondrían inmensos costes sociales. Debería establecerse un super-capítulo 11, de forma que la reorganización de las compañías mercantiles tuviera lugar de una forma más rápida e impusiera unos costes inferiores a los que trae consigo el capítulo 11 estándar.

La quiebra debería ser algo análogo a una moratoria (propia del sector privado, descentralizada) y la Ley de Quiebras debería actuar como un cortacircuitos ante una espiral a la baja como la que ha caracterizado al este asiático. En esos momentos, a medida que los tipos de cambio caen, más empresas se convierten en morosas, debilitando el sistema bancario y llevando a una contracción crediticia, que

refuerza la dinámica bajista. Con la moratoria, las pérdidas de los agentes económicos nacionales son limitadas. (A decir verdad, un super-capítulo 11 podría llevar a unos tipos de interés más altos –de forma que el coste del endeudamiento pudiera reflejar con mayor precisión algunos de los verdaderos costes sociales (véase el punto 4, anteriormente expuesto).

No obstante, al igual que la regulación bancaria necesita adaptarse a la situación de cada país, lo mismo sucede con la Ley de Quiebras. En realidad, no hay una única Ley de Quiebras que sea “estrictamente mejor en términos paretianos”. Hay contraposiciones entre los intereses de prestamistas y de prestatarios, e incluso entre prestamistas nacionales y prestamistas extranjeros.

2.10. Lo más importante: se necesita que haya una congruencia entre la exposición de un país a los riesgos, su capacidad para reducirlos (o su tendencia a exacerbarlos) y las medidas que adopta para proteger a los más vulnerables de las consecuencias de estos riesgos (incluyendo sus “redes de seguridad financiera”)

Anteriormente describí a los países pequeños y menos desarrollados como pequeños barcos en un mar bravío y encrespado, como es el mercado de capitales internacional: incluso si son bien gobernados por el timonel y tienen una construcción sólida, es posible que una ola suficientemente grande los haga volcar. Desde luego, si no se les guía bien y tienen

agujeros, las posibilidades de supervivencia son más precarias todavía. Esta metáfora sugiere que deben tomarse todas las precauciones posibles antes de hacerse a la mar.

Pero precisamente ha ocurrido lo contrario. Se ha diseñado un barco más rápido y ligero (¡dando por supuesto que podría sobrevivir!), lo que hace que este barco sea menos seguro, y que se reduzcan aún más las posibilidades de supervivencia. Peor todavía, se ha hecho a la mar cuando el mar estaba más embravecido, en las peores condiciones, antes de que se subieran a bordo los chalecos salvavidas y antes de que el capitán haya tenido la oportunidad de entrenarse para este nuevo modelo. Las consecuencias han sido demasiado predecibles –y han tenido grandes costes humanos.

3. REFLEXIONES SOBRE UN “PRESTAMISTA DE ÚLTIMA INSTANCIA”

Aún no he dicho nada sobre grandes transformaciones, tales como las propuestas de creación de un “prestamista de última instancia”. Aunque éste no es el lugar para un tratamiento exhaustivo de un tema en realidad muy complejo, merece la pena hacer hincapié en los siguientes aspectos:

- No es suficiente tener un prestamista de última instancia para proteger una economía. El Sistema de la Reserva Federal se creó como prestamista de última instancia con bastante anterioridad a la Gran Depresión. Y sólo se evitaron las crisis cuando el prestamista de última instancia fue acom-

pañado de un seguro de protección de los depósitos bancarios y de una supervisión rigurosa (y lo uno sin lo otro hace que sean más probables las crisis, como ha puesto de manifiesto el hundimiento de las S&L.). Pero, en el contexto internacional, las propuestas para que haya un prestamista de última instancia rara vez vienen acompañadas de algo que pudiera considerarse análogo a un seguro de protección de los depósitos bancarios, con un impuesto que grave a los bancos prestamistas para financiar el fondo de “salvamento” (o de “garantía”).

- Además, surgen algunas dudas en cuanto a la “necesidad” de un prestamista de última instancia cuando los Gobiernos permiten realmente tipos de cambio flexibles (determinados por el mercado) y adoptan leyes de quiebra adecuadas. Los fondos de inversión mobiliaria no necesitan un prestamista de última instancia, simplemente porque [a diferencia de los bancos] no funcionan con un sistema de reembolso basado en “el primero que llega, el primero que cobra” a “tipos de cambio fijos” [el valor nominal del depósito]. Los países, en este sentido, se asemejan más a los fondos de inversión mobiliaria que a los bancos, suponiendo tipos de cambio flexibles. Los recursos financieros se necesitan porque se desea sostener el tipo de cambio –o sea, dar tiempo a que en Rusia, por ejemplo, unos pocos individuos extremadamente adinerados retiren su dinero a un tipo de

cambio alto. Cuando se reconoce que los países han malgastado miles y miles de millones de dólares con la vana ilusión de sostener su tipo de cambio –dólares que, a fin de cuentas, salen del bolsillo de los contribuyentes de los distintos países–, resultan nimias, en comparación, las pequeñas cantidades perdidas en los triángulos de Harberger [usados para calcular las pérdidas de eficiencia que implican los impuestos, las regulaciones, los comportamientos monopolísticos y las demás intervenciones o distorsiones en el funcionamiento de los mercados] y otras formas de microineficiencias (contra las que se lucha tan a menudo).

- El componente básico de un “prestamista de última instancia” es que debería haber un cierto grado de automatismo en el acceso a los fondos para los países que son “aptos” para ello. Pero en un mundo que se mueve tan deprisa como el actual ¿se puede asegurar esto? Un Gobierno puede arriesgarse y perder todas sus reservas de un día para otro con productos financieros derivados. ¿Debería tal Gobierno tener derecho a un salvamento simplemente porque con anterioridad había actuado de manera prudente? Al final, será necesario tener un criterio. ¿Y en qué se diferenciará este criterio de aquellos otros que se aplican en la actualidad?
- Por otra parte, el que un país no sea apto, o haya pasado de “serlo” a “no serlo”, podría desencadenar por sí

mismo una crisis. La preocupación por esto ha hecho que se pase de políticas dicotómicas a políticas más continuas: los países que son “más aptos” obtienen fondos “más fácilmente” o en mejores condiciones. ¿Puede un sistema como éste gestionarse de una forma transparente? Cuanto menos transparente, cuanto menos “sujeto a la normativa”, cuanto menos “automatismo” tenga el sistema, menos se cumplirá con la función propia de un prestamista de última instancia. Como se recordará, el principio que subyace en el prestamista de última instancia es que el conocimiento de que hay una gran suma de fondos disponibles para sostener una divisa disuade un ataque. Pero cuanto mayor es la discreción con la que actúa el prestamista de última instancia, menor es la certeza de que haya una gran suma de fondos disponibles, y, por tanto, mayor el estímulo para que se produzca un ataque.

- Además, tenemos que reconocer ahora el papel central que juega la fuga de capitales en las crisis monetarias. Dadas las enormes cantidades que podrían salir de un país dentro de un régimen abierto, cabe preguntarse si existe una cantidad de fondos que pueda garantizar suficientemente una reducción sustancial de la probabilidad de sufrir un ataque.
- Ya señalé antes que resulta esencial para el éxito de un prestamista de última instancia que haya una buena

supervisión. Previamente detallé los problemas a los que se enfrentan los países menos desarrollados en relación con ese control bancario. El cómo se gestiona la supervisión no es, sin embargo, sólo una cuestión técnica; de ahí que Gobiernos como el de Estados Unidos hayan insistido en que, si bien la supervisión habría ser “independiente”, también debería rendir cuentas en términos políticos. El Interventor General de la Moneda [*Comptroller of the Currency*, órgano responsable en Estados Unidos de autorizar, regular y supervisar los denominados “bancos nacionales”, con licencia federal] depende de forma directa del Secretario del Departamento del Tesoro. Históricamente, Estados Unidos y otros países que han atravesados por fluctuaciones cíclicas se han visto en la necesidad de aplicar una cierta “tolerancia” en cuanto al cumplimiento del ratio de recursos propios requeridos, compensándola con un control riguroso de las transacciones y operaciones en general. Dudo que los Estados Unidos estuvieran dispuestos a delegar sus responsabilidades de supervisión en un grupo de burócratas internacionales, que sólo tienen una remota responsabilidad política. ¿Estarían otros países dispuestos a hacerlo? Quizá, si al hacerlo pueden ganar credibilidad para sus sistemas bancarios y conseguir mayor “automatismo” para acceder a fondos en caso de que se produzca una crisis. Pero la respuesta a esta pregunta no

es de ningún modo obvia. Téngase en cuenta que las crisis financieras son sólo uno de los principales desencadenantes de una crisis monetaria (y, por tanto, de la necesidad de un “salvamento”). ¿Hasta dónde es preciso que llegue la supervisión? Para transferir el tipo de autoridad requerido a fin de que el prestamista de última instancia funcione de forma efectiva, hay que tener gran confianza en las instituciones internacionales. Aún no resulta claro que estemos en esta etapa dentro del proceso de evolución del “gobierno económico global”.

4. TRES LECCIONES METODOLÓGICAS

Antes de concluir, me gustaría dedicar un minuto a tres “lecciones” metodológicas.

4.1. **Es imprescindible que los responsables de formular la política de un país integren mejor la economía real y la financiera**

Como se ha venido señalando repetidamente, en el seno de la crisis del este asiático se encuentran los flujos de capital privados y una preocupación por el surgimiento de quiebras e impagos. Si no hubiera habido tales preocupaciones, los bancos occidentales se hubieran mostrado más interesados en reinvertir sus préstamos, entre otras cosas debido a los altos tipos de interés que se ofrecían. Así, no sólo es la quiebra una cuestión de primer orden, sino que los responsables de formular las políticas de un país necesitan

centrarse en cómo afectan esas políticas a la posibilidad de que se produzca una quiebra –se trata de una variable endógena básica. Lo que resulta sorprendente es que más de 25 años después de que los micromodelos empezaran a poner de relieve el papel clave que la quiebra juega en el capitalismo moderno (véase, por ejemplo, Stiglitz, 1969, 1972b; y Greenwald y Stiglitz, 1992), más de 20 años después de que se articulara claramente el vínculo entre los tipos de interés y la quiebra (Stiglitz y Weiss, 1981) y 15 años después de que estas ideas fueran incluidas en los macromodelos (Greenwald y Stiglitz, 1984, 1993; y Stiglitz y Weiss, 1992), los manuales habituales sobre macroeconomía a menudo ni siquiera mencionan la quiebra en sus índices.

No pocas veces, el sector financiero queda resumido en una ecuación de demanda de dinero. Actuar así no sólo deja a un lado la complejidad del sector financiero, sino que puede también llevar a políticas equivocadas. En realidad, en el modelo estándar en forma reducida, con demasiada frecuencia la relación entre el dinero y la producción agregada, resumida en la curva LM, se ve alterada si se produce una crisis financiera o monetaria, aunque sea de tipo moderado, como la experimentada en el hundimiento de las S&L¹³. Si esto es verdad para una crisis relativamente leve, que afecta a una pequeña parte del sector financiero, ¿cuán-

¹³ Se reconoce ahora que este hundimiento tuvo una importancia capital a la hora de explicar por qué la Reserva Federal no fue capaz de adoptar las medidas adecuadas que hubieran evitado la recesión de 1991. Véase Stiglitz (1992).

to más probable resulta en caso de una sacudida enorme, como, por ejemplo, la experimentada por Indonesia?

4.2. **Debemos recelar de la antropomorfización de los mercados y de los vaticinios realizados por los psicólogos de salón (especialidad mercados)**

En un mercado hay jugadores diferentes, con distintas carteras, preferencias en cuanto a riesgo e información. Hay una gran diversidad de opiniones, de forma que una misma información puede hacer que las inversiones en un país sean a la vez más atractivas para algunos inversores y menos atractivas para otros. En concreto, el enfriamiento de la economía, al mismo tiempo que restaura la confianza de los inversores extranjeros (aunque incluso esto es cuestionable), normalmente se espera que genere salidas de capital nacional. Un aumento de los riesgos hace que los residentes en el país tiendan a la diversificación. Aunque no pueden diversificar fácilmente su capital humano, pueden trasladar su riqueza física. Una y otra vez, hemos visto que la fuga de capitales nacionales contribuye tanto al inicio de la crisis como a que ésta se perpetúe.

Se debería recelar de los que dicen “el mercado espera...”. Yo nunca he conocido al “Sr. Mercado” y, como antiguo participante en el mercado, sólo puedo decir que frecuentemente mis expectativas difieren de las de esos psicólogos de salón especializados en mercados. Los buenos análisis deben tener en cuenta la

diversidad que es consustancial al mercado, prestando la debida atención a las diferencias entre los que se encuentran en un país y los que están fuera de él.

4.3. Debemos ir más allá de las anécdotas a la hora de construir modelos teóricos coherentes y efectuar análisis empíricos

Las anécdotas son útiles, tanto como instrumentos didácticos como en cuanto ayudas a la hora de guiar nuestro pensamiento. A los periodistas, que tienen que explicar el mundo de forma simple, se les puede perdonar el uso de anécdotas en su interpretación de los hechos. Pero los economistas y científicos sociales deberían tener generalmente un nivel más alto ¿Lleva una subida de los tipos a un mayor fortalecimiento de las divisas? Los modelos teóricos pueden explicar las circunstancias en las que esto podría o no podría ser así; y el trabajo empírico cabe que arroje luz sobre si estas predicciones se confirman en la práctica. Las pruebas están muy lejos de ser concluyentes a la hora de apoyar la “sabiduría convencional” según la cual, para mantener la fortaleza de una moneda, se necesitan (aunque no son suficientes) unos tipos de interés más altos¹⁴. La predicción teórica de que los tipos de interés más altos también pueden debilitar la economía y aumentar la probabilidad de quiebra, de modo que en vez de lograr atraer capital (neto) pueden inducir a que éste se marche, parece confirmada con los datos –y evidenciada en la crisis del este asiático.

No sólo sucede que las anécdotas rara vez apoyan una única postura –los partidarios de las posiciones contrarias pueden presentar sus propias anécdotas en apoyo de sus posiciones–, sino que su interpretación es a menudo ambigua. En el contexto del este asiático, suele citarse la experiencia de México, que “se mantuvo en la carrera” y enseguida se recuperó. Pero México fue inteligente: eligió como vecino y como principal socio comercial a un país con una economía en expansión y con un sistema financiero sólido, con el que acababa de firmar un importante acuerdo comercial y de inversión. Los países del este asiático no mostraron tanta sabiduría al elegir como socio comercial a un país que iba a entrar en una de las recesiones más fuertes de la última mitad de siglo y que tenía un sistema financiero frágil. ¿Hasta qué punto deberíamos dar crédito a lo de “mantenerse en la carrera” y actuar con decisión para recuperarse o a lo de “elegir un buen vecino”? Mi interpretación otorga más crédito a esto último, como puede verse si se examina la fuente de recuperación –las exportaciones a las empresas estadounidenses. De hecho, años después de la crisis, el sector financiero y la economía nacional permanecieron en una situación débil. Si se considera una de las reiteradas lecciones sobre el este asiático, se refuerza esta interpretación: la recuperación exige tener en cuenta los puntos débiles del sistema financiero. En cambio, en repetidos informes periodísticos se informaba de persistentes debilidades del sistema financiero mejicano, con préstamos morosos –años después de la crisis–, por encima de al-

¹⁴ Véase Kraay (1998) y Furman y Stiglitz (1999).

gunos de los países del este asiático que sufrieron la crisis.

No hay mal que por bien no venga, aunque sea en pequeñas dosis. El desastre del este asiático, como la Gran Depresión, será una sólida fuente de inspiración para futuras tesis doctorales. El examen de tales acontecimientos “extremos” puede hacer que surjan explicacio-

nes sobre cómo opera la economía en circunstancias más normales. La historia del este asiático (y las posteriores crisis de 1998) aún no ha acabado, y sería prematuro sacar conclusiones definitivas. Me imagino, no obstante, que habrá un mayor consenso en apoyo de las lecciones básicas que he explicado someramente aquí.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARROW, KENNETH J., y Gerard DEBREU, 1954, Existence of an equilibrium for a competitive economy, *Econometrica*, 22, pp. 265-290.
- BLANCHARD, OLIVIER J., y Lawrence H. SUMMERS, 1986, Hysteresis and the European unemployment problem, *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Manual 1*, pp. 15-78.
- CAPRIO, Gerard, 1987, Safe and sound banking in developing countries. We're not in Kansas anymore, *Research in Financial Services, Private and Public Policy* 9, pp. 79-97.
- CAPRIO, Gerard, y Daniela KLINGEBIEL, 1996, Bank insolvencies. Cross-country experience, Policy Research Working Paper 1620, Banco Mundial.
- DÍAZ-ALEJANDRO, Carlos, 1985, Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal Development Economics* 19, pp. 1-24.
- FURMAN, Jason, y Joseph E. STIGLITZ, 1999, Economic crises. Evidence and insights from East Asia, *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington D. C.
- GREENWALD, Bruce, y Joseph E. STIGLITZ, 1984, Informational imperfections in the capital markets and macroeconomic fluctuations, *American Economic Review* 74, pp. 194-199.
- GREENWALD, Bruce, y Joseph E. STIGLITZ, 1989, Financial market imperfections and productivity growth, National Bureau of Economic Working Paper 2945.
- GREENWALD, Bruce, y Joseph E. STIGLITZ, 1992, Towards a reformulation of monetary theory: Competitive banking, National Bureau of Economic Research Working paper 4117.
- GREENWALD, Bruce, y Joseph E. STIGLITZ, 1993, Financial market imperfections and business cycles, *Quarterly Journal of Economics* 108, pp. 77-114.
- HELLMAN, Thomas, Kevin MURDOCK, y Joseph E. STIGLITZ, 1996, Deposit mobilization through financial restraint; en Niels Hermes y Robert Lensik, eds.: *Financial Development and Economic Growth: Theory and Experiences from Developing Countries* (Routledge, Londres y Nueva York).
- KAMINSKY, Graciela, Saul LINZONDO, y Carmen M. REINHART, 1998, Leading indicators of currency crises, *IMF Staff Papers* 45, pp. 1-48.
- KIANDER, Jaakko, y Pentti VARTIA, 1996, The great depression of the 1990s in Finland, *Finnish Economic Papers* 9, 72-88.
- KRAAY, Aart, 1998, Do high interest rates defend currencies against speculative attacks?, trabajo no publicado, Banco Mundial.
- RODRIK, Dani, 1998, Who needs capital-account convertibility? *Essays in International Finance*, International Finance Section, Department of Economics, Princeton University, 207, pp. 55-65.
- SHELL, Karl, 1977, Monnaie et allocation intertemporelle, mimeo, Centre National de la Recherche Scientifique, Paris.
- STEIGUM, Erling, 1993, Financial, credit boom and the banking crisis. The case of Norway. *Discussion paper* 15/92. Norwegian School of Economics.
- STIGLITZ, Joseph E. 1969, A re-examination of the Modigliani-Miller Theorem, *American Economic Review* 59, pp. 784-793.
- STIGLITZ, Joseph E. 1972a, On the optimality of the stock market allocation of investment, *Quarterly Journal of Economics* 86, pp. 25-60.
- STIGLITZ, Joseph E. 1972b, Some aspects of the pure theory of corporate finance: Bankruptcies and takeovers, *Bell Journal of Economics* 3, pp. 458-482.
- STIGLITZ, Joseph E. 1992. S&L Bailout; en J. Barth y R. Brumbaugh, Jr. eds.: *The Re-*

form of Federal Deposit Insurance: Disciplining the Government and Protecting Taxpayers (Harper Collins Publishers, Nueva York).

STIGLITZ, Joseph E. 1994, Endogenous growth and cycles; en Y. Shionoya y M. Perlman, eds. *Innovation in Technology, Industries, and Institution* (University of Michigan Press, Ann Arbor, Michigan).

STIGLITZ, Joseph E. 1997a, The economic recovery of the 1980s: Restoring sustainable growth. Comunicación presentada en el Georgetown University Macroeconomics Seminar, 4 de septiembre de 1997.

STIGLITZ, Joseph E. 1997b, The long boom? Business cycles in the 1980s and 1990s. Comunicación presentada en el Center for Economic Policy Research, Stanford University, California, 5 de septiembre de 1997.

STIGLITZ, Joseph E. 1998a, Towards a new paradigm for development: Strategies,

policies, and processes. Comunicación presentada como la Prebisch Lecture en la UNCTAD, Génova, 19 de octubre de 1998.

STIGLITZ, Joseph, E. 1998b, Beggar-thyself vs. Beggar-thy-neighbor policies: The dangers of intellectual incoherence in addressing the global financial crisis, Conferencia en la reunión anual de la Southern Economics Association, Baltimore, 8 de noviembre de 1998 (en prensa en *Southern Economics Journal*).

STIGLITZ, Joseph E., y Andrew Weiss, 1981, Credit rationing in markets with imperfect information, *American Economic Review* 71, pp. 193-410.

STIGLITZ, Joseph E., y Andrew Weiss, 1992, Asymmetric information in credit markets and its implications for macroeconomics, *Oxford Economic Papers* 44, pp. 694-724.