

# Noticias de la regulación\*

Nº 52

abril de 2005

## EDITORIAL

La teoría de la regulación ha mirado siempre las crisis como la manifestación de las contradicciones del modo de regulación y el lugar de emergencia de nuevas configuraciones. Robert Boyer, Mario Dehove y Dominique Plihon han estudiado las crisis financieras en el largo plazo y a través de las diversas modalidades que han ido adoptando en estos últimos años. Ofrecen propuestas de reforma de las finanzas globalizadas, una característica del capitalismo actual. Este trabajo se apoya en un informe de los autores para el Consejo de Análisis Económico<sup>1</sup> y es la continuación del debate del seminario ARC2 del 10 de enero de 2005..

## PUNTO TEÓRICO

### Las crisis financieras contemporáneas : entre novedad y repetición

**Robert Boyer**

(EHESS, CNRS, CEPREMAP-ENS) [robert.boyer@ens.fr](mailto:robert.boyer@ens.fr)

**Mario Dehove**

(CEPN-Univ. Paris Nord) [mdehove@cconomies.fr](mailto:mdehove@cconomies.fr)

**Dominique Plihon**

(CEPN-Univ. Paris Nord) (CEPN-Univ. Paris Nord) [dplihon@aol.com](mailto:dplihon@aol.com)

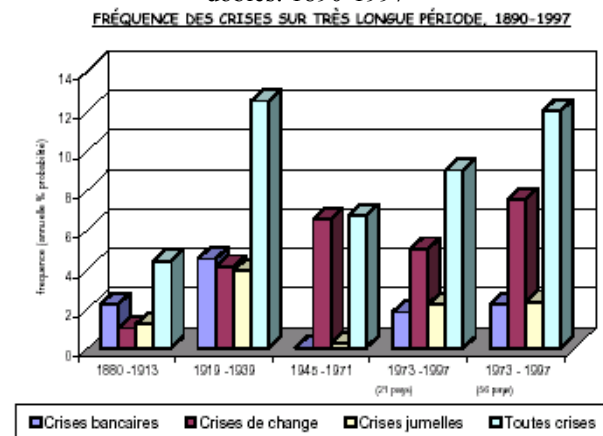
Desde el derrumbe del sistema monetario internacional de Bretton Woods, basado en tipos de cambio fijos y una regulación pública fuerte, las crisis financieras se han multiplicado. Las crisis bancarias, casi inexistentes de 1945 a 1971, hacen su reaparición y, en los países recientemente abiertos a las finanzas internacionales, se conjugan con crisis de cambio, e incluso con una crisis de la deuda soberana (gráfico 1). Europa ha sufrido una crisis cambiaria grave en 1992-93 que hizo implosionar el sistema monetario europeo; México sufrió nuevamente una crisis de su deuda soberana en 1994-95; los países del sudeste asiático resultaron golpeados por crisis bancarias y de cambio en 1997, así como Rusia en 1998.

A comienzos de los años 2000 un crac bursátil espectacular, el más profundo después de 1929, marcó el fin de la “nueva economía” en los países que gozaban de una larga experiencia financiera (gráfico 2). Finalmente, en 2001-2002, Argentina sufrió una crisis de la deuda, del tipo de cambio y de su sistema bancario, que culminó en una crisis política.

\* *Noticias de la regulación* es traducción de la *Lettre de la Régulation*, publicación cuatrimestral del CEPREMAP. La *lettre de la Régulation* se financia con los aportes de los miembros de la Asociación Recherche et Régulation, cuyo presidente es Robert Boyer [robert.boyer@cepremap.cnrs.fr](mailto:robert.boyer@cepremap.cnrs.fr). Difunde toda la información referida a publicaciones, seminarios, coloquios y otras actividades de investigación en relación con el enfoque de la teoría de la regulación. Estas informaciones pueden hacerse llegar a Henri Nadel, redactor en jefe de *La Lettre de la régulation* GERME/Univ. Paris 7/Denis-Diderot, département d'économie, 2 place Jussieu, 75005 Paris, [henri.nadel@paris7.jussieu.fr](mailto:henri.nadel@paris7.jussieu.fr). Traducción y edición en español y su difusión en los países de América Latina, España y Portugal: CEIL-PIETTE CONICET, Saavedra 15 P.B. 1083 Buenos Aires, Argentina. Tel. (54 11) 4953 7651 Fax (54 11) 4953 9853 e-mail: [publicaciones@ceil-piette.gov.ar](mailto:publicaciones@ceil-piette.gov.ar), <http://www.ceil-piette.gov.ar>. Director de la publicación: Julio César Neffa. Traducción: Lucía Vera. Corrección: Graciela Torrecillas.

<sup>1</sup> *Les crises financières*, informe° 50, La documentation française, Paris, accesible en el sitio del CAE <http://www.cae.gouv.fr/>

**Gráfico 1 - Crisis bancarias, crisis de cambio, crisis dobles: 1890-1997**

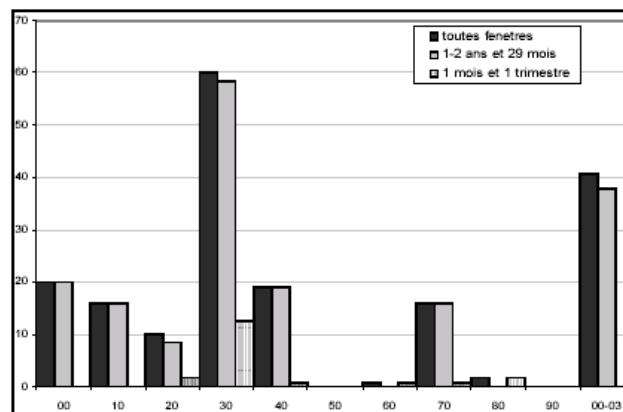


Source : Bordo et alii (2001) (Authors calculations).

### ¿PARA CADA ECONOMÍA SU PROPIA FORMA DE CRISIS FINANCIERA?

Sorprendidos por cada una de estas crisis, los economistas se han dedicado a desarrollar modelos que formalizan la especificidad de las diversas crisis que se han ido sucediendo. Una *primera generación* de modelos hace notar la fragilidad financiera del conflicto entre un régimen de cambio fijo y desequilibrios presupuestarios persistentes: piensan así poder informar sobre las crisis latinoamericanas (Krugman, 1979). Como no resultaba fácil interpretar así del SME, aunque fuera posible, una *segunda generación* de teorías puso en juego el papel de las expectativas auto-realizadas en modelos donde la comunidad financiera duda de la aptitud de los gobiernos para luchar contra la inflación sin deteriorar el empleo (Obstfeld, 1994). Nueva sorpresa, las técnicas econométricas, dirigidas a prever las crisis cambiarias a la luz de la experiencia latinoamericana, no permitieron anticipar la crisis asiática de 1997; de manera que los teóricos desarrollaron una *tercera generación* de modelos basados más bien en la imperfección de la información sobre los mercados financieros y la fragilidad de los sistemas bancarios, antes que en las distorsiones macroeconómicas (Krugman, 2001). Cuando estalló en Estados Unidos la burbuja de internet, y se desarrolló un crash lento, contrariamente a la expectativa de una repetición del derrumbe de 1929-1932, los investigadores construyeron una *cuarta generación* de modelos sobre la consideración de las variables de stocks y ya no solamente de los flujos.

**Gráfico 2 – Frecuencia de las crisis bursátiles: 1900-2003**



Fuente: Boucher Christophe (2003).

Estos últimos investigadores parecen haber adoptado la divisa de la Escuela de los Anales: “cada economía tiene su propia crisis financiera”. Modestia admirable, pero una estrategia algo decepcionante ya que equivale a suponer que las crisis son imprevisibles, que no dejan de cambiar de forma y que sólo conviene tratarlas, en el mejor de los casos, una vez que han estallado. “A cada período de desarrollo, sus crisis, pequeñas o grandes”, tal es también la línea de investigación que propone la teoría de la regulación, pero con una diferencia: lo que permite detectar tendencias de largo plazo asociadas a un régimen de acumulación y a un modo de regulación dados es el análisis histórico de largo plazo. En realidad, lo que ha explorado el informe del CAE sobre las crisis financieras es otra estrategia, a saber, la actualización de un pequeño número de mecanismos de los que, en proporciones variables, se encuentran huellas en el conjunto de las crisis financieras.

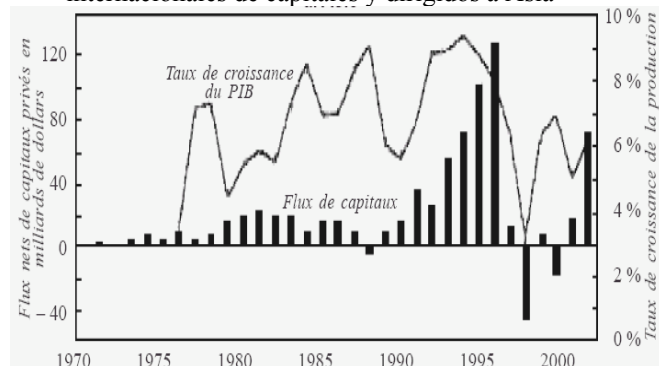
### ALGUNOS INVARIANTES EN EL ORIGEN DE LAS CRISIS

En efecto, una revisión de la vasta literatura sugiere que una pequeña cantidad de mecanismos fundamentales se vuelven a encontrar en las diversas crisis. El *primer factor* es específico de los mercados financieros que, en realidad, son *mercados de promesas* y no mercados típicos de bienes y servicios: ante la incertidumbre propia de toda inversión y más todavía de la innovación, emergen valorizaciones financieras fuertemente convencionales, caracterizadas por la alternancia de fases de optimismo y de pesimismo, sin ninguna garantía de convergencia hacia un valor fundamental, él mismo ampliamente indeterminado (Orléan, 1999; 2004).

Un *segundo mecanismo* está referido al carácter *procíclico* de la toma de riesgo por parte de los actores bancarios y financieros: estos actores tienen tendencia a tomar más riesgo cuando la coyuntura es buena; en sentido inverso, cuando las perspectivas son desfavorables, la aversión al riesgo de estos agentes crece, en particular la de los bancos, que pueden llegar hasta racionar el crédito. Así, los actores financieros, con su comportamiento, ejercen un efecto desestabilizador, porque tienen tendencia a

amplificar los ciclos económicos: se habla de “acelerador financiero”. Este mecanismo se refiere tanto a los activos financieros como a los créditos bancarios, y afecta muy particularmente a las economías recientemente abiertas a las finanzas internacionales (gráfico 3). Además, como la prima de riesgo evoluciona en la escala internacional de común acuerdo, participa así en la propagación de las crisis financieras de un país a otro.

**Gráfico 3 – Un ejemplo procíclico: los flujos internacionales de capitales y dirigidos a Asia**



Fuente: Kaminsky (2003).

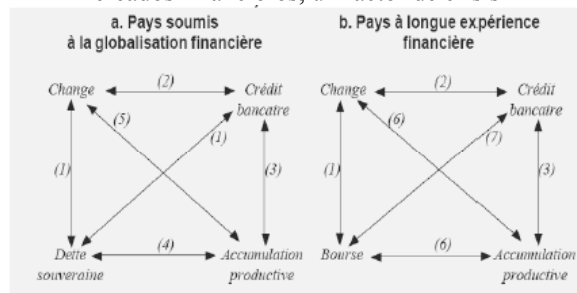
Un *tercer mecanismo* propaga de un mercado a otro los desequilibrios que aparecen en uno de ellos: lo que afecta la asignación de la casi totalidad de los activos (financieros, inmobiliarios, bursátiles) es la facilidad de acceso al crédito, lo que también explica el *contagio* de un mercado a otro, que se superpone con el contagio internacional. Los bancos tienen así un papel central mediante el mecanismo del acelerador financiero. El proceso de mundialización se ha traducido en una *interdependencia creciente de los mercados financieros*, lo que favorece la difusión de los entusiasmos especulativos entre países que pueden estar muy distantes los unos de los otros, pero vinculados por el arbitraje de los agentes financieros. Además, las datos históricos y empíricos sugieren que los entusiasmos especulativos son agravados por el comportamiento de los actores financieros, caracterizados por el *mimetismo*, la *pérdida de memoria* de los episodios anteriores de crisis, y también una *excesiva confianza* en sus propias decisiones con relación a las de otros actores del mercado, sin olvidar la *ceguera ante el desastre* que marca los periodos especulativos que preceden a las crisis.

#### LA DIVERSIDAD DE LAS CRISIS: ENCADENAMIENTOS ESPECÍFICOS

La fragilidad intrínseca de los mercados financieros termina en una crisis, marcada por el derrumbe de los precios de los activos y la debilidad de los actores financieros, desde el momento en que esos tres mecanismos entran en una sinergia. Su combinatoria es siempre original, y hasta idiosincrática, al punto de que nunca, o casi nunca, las crisis se repiten de manera idéntica, sino que presentan rasgos específicos. Si las crisis de la deuda soberana están presentes en las economías sometidas a la globalización financiera, son

las crisis bursátiles las importantes en los países con larga experiencia financiera (gráfico 4).

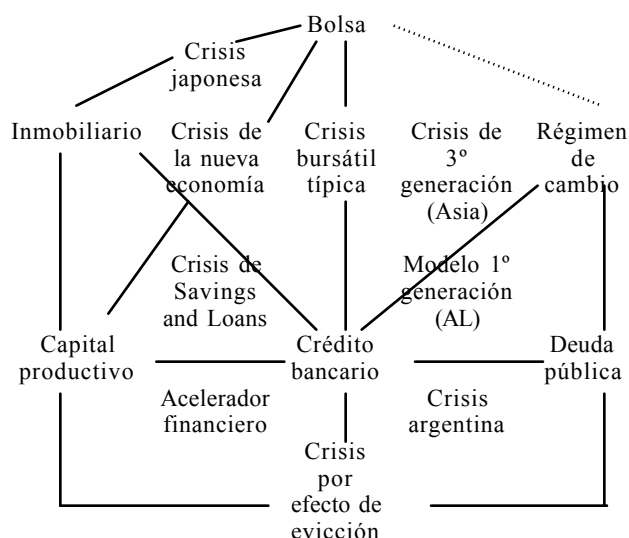
**Gráfico 4 – Entrada en resonancia de los diversos mercados financieros, un factor de crisis**



*Lectura:* (1) Krugman (1979) ; (2) Jeanne y Zelttelmeyer (2002) ; y Chang y Velasco (2000) ; (3) Kiyotaki y Moore (1997) ; (4) Kalantzis (2003) ; (5) Hausmann y Velasco (2002) ; (6) Caballero y Krishnamurthy (2001) ; (7) Bernanke, Gertler y Gilchrist (1999).

A partir de esto, la gravedad y la salida de las crisis se deben al grado de concentración/dispersión de los riesgos y a la mayor o menor resistencia del sistema bancario. En efecto, se constata que las crisis financieras son más graves cuando todos los riesgos tienden a concentrarse en los bancos, que están en el centro de la continuidad del sistema de pagos y de las relaciones de crédito (gráfico 5). Este *cuarto mecanismo* es el que explica, por ejemplo, el hecho de que Japón haya tenido una grave deflación en los años noventa, luego del estallido de una burbuja especulativa, mientras los bancos estadounidenses sólo resultaron débilmente afectados por el estallido de la burbuja de internet a comienzos de los años 2000. Estos bancos supieron gestionar sus riesgos repartiendo una gran parte a otros agentes (Brender, Pisani, 2004), mientras los bancos japoneses practicaron una subestimación sistemática de los riesgos, y los concentraron. En los países recientemente abiertos a las finanzas internacionales, los desórdenes financieros más graves fueron provocados por las “crisis gemelas” que resultaron de un derrumbe simultáneo del tipo de cambio y del sistema bancario. Los agentes y, sobre todo los bancos, de los países en desarrollo se vuelven muy vulnerables desde el momento en que se endeudan en los mercados internacionales. Como su deuda está expresada en moneda extranjera (en dólares, la mayoría de las veces), están sometidos a variaciones de los tipos de cambio que pueden agravar brutalmente el costo de su deuda. Así se explican las numerosas quiebras bancarias registradas en los países emergentes. Esas “crisis gemelas” tienen un costo social y económico considerable, pudiendo llegar hasta 15% del PIB.

**Gráfico 5 – El sistema bancario en el centro de las crisis financieras**



#### LA ORIGINALIDAD DE LAS CRISIS CONTEMPORÁNEAS, CONSECUENCIA DE TRES INNOVACIONES

Los mecanismos anteriores fueron puestos en movimiento por innovaciones que afectan a las tecnologías, a los productos, a los instrumentos financieros e incluso a la organización de las firmas. Así, se introdujo una incertidumbre en cuanto a la evaluación de los activos financieros, más marcada cuando se considera que las innovaciones son radicales o que conjugan su impacto (Boyer, 2001). Ahora bien, coherencia y viabilidad de un modo de regulación son propiedades que sólo se observan *ex post*, al término de un proceso histórico más o menos largo. *Si cambian las reglas de juego y el contexto, cambian también las crisis financieras*. Ahora bien, los últimos quince años han estado marcados por tres cambios importantes (gráfico 6).

#### La desregulación financiera

La progresiva liberalización de los mercados en los países que gozan de una larga experiencia financiera (factor  $\alpha$ , gráfico 6) lleva en particular a volver sobre la distinción, heredada de la crisis de los años treinta, entre bancos comerciales y bancos de inversión, o entre bancos y seguros. En consecuencia, se ve afectada la estrategia de cada uno de los actores financieros. Por ejemplo, los riesgosos, o en los cuales el riesgo es más difícil de evaluar, para compensar las pérdidas asociadas al hecho de que las grandes empresas recurren directamente a los mercados financieros. Así se generalizan los *comportamientos patrimoniales* de gestión de los activos, de manera opuesta a las estrategias tradicionales de management, lo que afecta el ajuste de los flujos de ahorro y de inversión (Plihon [dir], 2002). Simultáneamente, se profundiza la división del trabajo entre los diversos intermediarios involucrados, lo que no deja de modificar las propiedades del sistema financiero en su conjunto (Montagne, 2003).

#### La apertura de la cuenta de capital

A este movimiento de *liberalización interna* se superpone la apertura a los flujos financieros internacionales de economías que antes eran ampliamente autárquicas en materia de financiamiento. Esta *liberalización externa* (factor  $\beta$ , gráfico 6) tiene el efecto de reforzar el acelerador financiero, más desestabilizador para esas economías en la medida en que su regulación interna y las modalidades de cobertura del riesgo eran inadecuadas. Los instrumentos financieros correspondientes no son para nada nuevos, ya que habían sido experimentados anteriormente por los países con una larga experiencia financiera. Pero constituían una innovación para los actores de la economía receptora, de manera que se inició un boom impulsado por el acelerador financiero, fase de expansión que los actores no interpretaron como transitoria, ya que era cíclica, sino como posible de prolongarse a largo plazo. Esta apertura de la cuenta de capital explica porqué se asocian frecuentemente las crisis cambiarias y las bancarias, porque los países se han endeudado en monedas extranjeras, con lo que se abrió para los residentes la posibilidad de un arbitraje entre la moneda doméstica y las monedas internacionales, incrementando fuertemente los efectos desestabilizadores de los episodios de cuestionamiento de la confianza en el sistema bancario doméstico.

**Gráfico 6 – Las tres dimensiones de la novedad de las crisis financieras**



#### Un florecimiento de nuevos instrumentos financieros

A estos dos tipos de innovación hay que agregar un tercero directamente referido a las relaciones entre la aparición de *nuevos instrumentos financieros* e innovaciones, en la economía real, consideradas suficientemente radicales como para suponer un incremento duradero de las perspectivas de ganancia. Este tipo de factor desencadenante se inscribe en una larga historia (flecha  $\gamma$ , gráfico 6). Así, las innovaciones financieras dirigidas a una mejor evaluación del riesgo por parte de algunos agentes pueden, a su vez, incitar a otros agentes o entidades a una toma de riesgo mayor, en un momento en que están mal equipados, o no equipados en absoluto, para evaluar esos riesgos. El aumento de los derivados del crédito es, en este sentido, preocupante, ya que los mejores expertos y las organizaciones internacionales como el BRI o el FMI confiesan no saber

cuáles son los agentes que finalmente asumen el riesgo. La confianza otorgada a esta clase de instrumento se debería más a una concepción de tipo Hayek de los beneficios de un cierto grado de ignorancia, que a la claridad del cálculo de optimización intertemporal que supone la hipótesis de una expectativa racional.

*La estabilidad financiera es un bien público...*

Los mercados financieros tienen, entonces, necesidad de estar estrechamente encuadrados. Pero ningún mecanismo económico es lineal: también las intervenciones públicas son capaces de crear nuevas fuentes de inestabilidad, aunque más no sea porque pueden incitar a los inversores a tomar más riesgos. Se les reprocha, con razón, a las operaciones de salvataje del FMI de preservar demasiado los intereses de los inversores extranjeros en caso de crisis financieras de un país emergente, y así alentar con exceso los flujos de capitales internacionales. Por lo cual debe encontrarse un difícil arbitraje entre, por un lado, la prevención de las crisis por medio de reglas prudenciales, la acción directa de las autoridades financieras en los mercados, cuando esas reglas se muestran insuficientes y, por otra parte, el mantenimiento de un cierto grado de riesgo financiero con el fin de limitar los comportamientos oportunistas.

La aceleración del ritmo de las innovaciones financieras durante las dos últimas décadas refuerza este argumento a favor de una intervención de los gobiernos. En primer lugar, las innovaciones, que se suponen portadoras de un cambio de época, han terminado frecuentemente en una crisis importante, comprometiendo la confianza y la viabilidad del sistema financiero e incluso monetario. Esta es una de las grandes enseñanzas de la historia financiera (Kindleberger, 1994).

De la misma manera, la auto-organización de una profesión y el recurso a códigos de buena conducta, o la búsqueda de efectos de reputación, están lejos de garantizar la transparencia y la regularidad de las transacciones financieras (Mistral, 2003; Aglietta, Rébérioux, 2004). Además, una vez que una crisis se ha declarado, el sálvese quien pueda de los actores compromete acciones que, sin embargo, serían ventajosas para la colectividad. En este sentido, es significativo que las crisis de los años noventa hayan sido superadas mediante la suspensión de los derechos individuales ordinarios y el recurso a procedimientos colectivos excepcionales organizados por las autoridades nacionales o multinacionales.

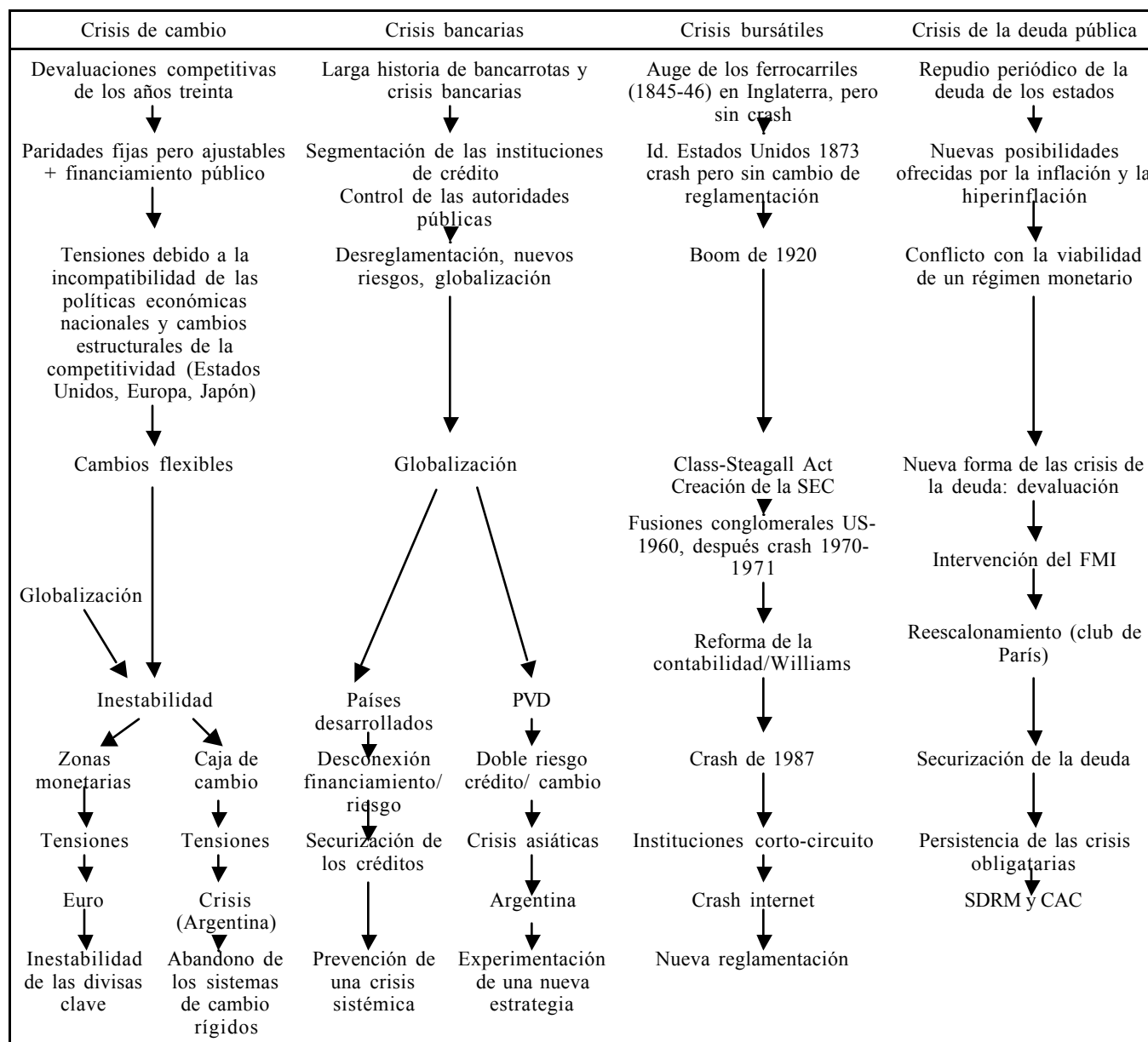
Otra constatación importante es que mientras se supone

que los mercados financieros deben anticipar los rendimientos futuros, la evolución de los tipos de cambio y también de las tasas de interés, el análisis estadístico muestra que durante todos los años noventa, las vueltas de las expectativas del mercado han seguido siempre a las vueltas de las variables observadas y no a la inversa (Brender, Pisani, 2001). De la misma manera, son raros los casos en los cuales las agencias de calificación de riesgos anticiparon las crisis más importantes que se sucedieron en los años noventa, ya sea debido a los límites de sus instrumentos de análisis, a lagunas de información o, simplemente, a un comportamiento estratégico, ligado en particular a un conflicto de intereses entre el papel de evaluación y de asesoramiento en inversiones (Stiglitz, 2002). Otro argumento señala hasta qué punto la política de tasas de interés seguida por cada banco central tiene un papel clave en la evolución de las cotizaciones bursátiles, de los tipos de cambio e incluso de los ganancias de las empresas no financieras (Aglietta, 2003). Finalmente, también hay que mencionar el hecho de que las grandes crisis financieras plantean la cuestión de la garantía de los contratos, de la estabilidad de los derechos de propiedad y de los atributos y límites de la soberanía (Sgard, 2002). Todas preguntas que tienen que ver directamente con la prerrogativa del poder público y no con la capacidad de iniciativa de la comunidad financiera.

*... que las autoridades aprenden a gestionar a través de la sucesión de las crisis*

Por todas estas razones, el aprendizaje es principalmente el de las autoridades públicas. Es parcial, retrasado, siempre imperfecto, pero en la escala de la historia larga, este aprendizaje contribuye –entre otros factores- a una mayor resistencia de los sistemas financieros, por lo menos en los países en los cuales las estructuras financieras y económicas evolucionan a largo plazo de manera paralela (cuadro 1). En cambio, a los países emergentes se les han impuesto innovaciones financiera venidas de otro lado, sin que dispongan de los instrumentos que les permitan evaluar los riesgos que han tomado. La inestabilidad macroeconómica de estos países se ha incrementado, por lo menos en un primer momento (Kaminsky, 2003). Podría ser que la apertura de la cuenta de capital induzca una fragilidad estructural permanente, desde el momento en que la especialización del país es inadecuada (Kalantzis, 2004).

**Cuadro 1 – Los efectos de aprendizaje de las autoridades públicas**



## COMO CONCLUSIÓN, PROPUESTAS DE REFORMAS DE LA FINANZAS GLOBALIZADAS

La observación y el análisis de las crisis de los últimos años brindan elementos de reflexión bastante seguros para que sea posible presentar propuestas de intervenciones en los mercados, apropiadas para disminuir la frecuencia y la gravedad de las crisis financieras.

## La transparencia, útil pero insuficiente

Una información abundante, compartida y de buena calidad, es necesaria para el buen funcionamiento de los mercados. Los escándalos recientes muestran que todavía hay mucho por hacer en ese ámbito, comenzando por una supervisión de las agencias calificadoras de riesgos, que

no han sabido anticipar las crisis, y de los fondos alternativos cuya gestión es opaca y pueden engendrar riesgos sistémicos. También deben realizarse progresos en los países emergentes donde el retraso es muy grande. Pero eso nunca bastará, contrariamente a lo que piensan los sostenedores de la eficiencia de los mercados, hasta tal punto es poderosa la creencia de los mercados en las perspectivas de ganancias sin precedentes en las fases de aceleración de las finanzas.

## La memoria larga contra la impaciencia de los traders

Los operadores privados son miopes y amnésicos ante los desequilibrios de las finanzas. Les corresponde a los economistas y a los historiadores recurrir a las enseñanzas de la historia financiera para recordar la repetición de las



secuencias de aceleración especulativa y llevar a los mercados a un mayor discernimiento. También les corresponde a los actores públicos –bancos centrales, autoridades de tutela-, que disponen de una memoria más larga, intervenir preventivamente (*prompt corrective action*) y hacer público su diagnóstico de entrada probable en una fase de especulación y, por lo tanto, de vulnerabilidad financiera.

*El banco central debe preocuparse por las burbujas financieras*

Los bancos centrales tienen un papel muy especial a desempeñar en esta función de alerta. Pero también deben renovar sus objetivos, agregando la estabilidad financiera a la estabilidad monetaria y al sostén del nivel de actividad. Un banco central debe estar dotado de la autoridad necesaria para hacer el anuncio, cuando sea el caso, de que la aceleración del crédito y la inflación del precio de los activos marcan la entrada en una fase de especulación a la que va a tener en cuenta en su política monetaria, mediante un aumento precoz de la tasa de interés e, incluso, en circunstancias excepcionales, por medio de intervenciones directas en algunos mercados de activos.

*Basilea II: no acentuar el carácter procíclico de las finanzas*

La regulación prudencial es un complemento indispensable de la política monetaria para la estabilidad financiera. Los acuerdos llamados de Basilea II, elaborados bajo la égida del Banco de Pagos Internacionales, aportan dos mejoras importantes a los dispositivos prudenciales existentes: la extensión de los procedimientos a todos los países; y la evaluación fina del riesgo según el tipo de crédito y de activo. Sin embargo, los acuerdos de Basilea II presentan dos serias imperfecciones. En primer lugar, al incrementar la sensibilidad de los bancos a los riesgos, corren el riesgo de reforzar el carácter procíclico del crédito. Medidas tales como el aprovisionamiento dinámico permitirían atenuar ese riesgo. Luego, los procedimientos del Comité de Basilea se limitan a la supervisión micro-prudencial. Pero es indispensable un enfoque macro-prudencial, que tome en cuenta las interacciones entre los diferentes mercados de activos, que están en el centro de las crisis, comenzando por la implementación de indicadores adelantados de las mismas.

*Para un control preventivo de las entradas de capitales a corto plazo*

Para los países más vulnerables, abiertos recientemente a los flujos internacionales de capitales, a los que denominamos “emergentes”, hay que ir más allá de Basilea II, porque el carácter pro-cíclico del crédito adopta en ellos una forma específica, la de entradas y salidas masivas de los flujos de capitales extranjeros. La imposibilidad en que se encuentran esos países de endeudarse en su propia moneda, induce una crisis combinada del tipo de cambio y del sistema bancario, una de las formas de crisis financieras más severas para la estabilidad de los presupuestos de los Estados y para el nivel de vida de las poblaciones. En estos países la liberalización ha sido prematura en relación con la

resistencia de los sistemas bancarios y con la realización de políticas macroeconómicas dirigidas a la estabilidad. Por otra parte, los estudios recientes del propio FMI (Prasad, Rogoff y otros, 2003) muestran que no ha tenido el impacto positivo sobre el crecimiento que sus promotores anunciaban. De esta manera, es esencial instituir en esos países sistemas de control de las entradas (por ejemplo por medio de un sistema de reservas obligatorias) y/o de las salidas de capitales, anunciadas por adelantado, capaces de reducir las sacudidas de los flujos internacionales. De ello resultará un mejor ajuste del ahorro y de la inversión nacional, evitando someter a estos países a la suerte y desgracia de la intermediación financiera internacional, de la cual son los primeros en pagar sus costos a altos precios. Los análisis referidos a Chile y Malasia muestran que los beneficios de ese tipo de control de capitales son superiores a las distorsiones y a los costos asociados.

*Una reforma del FMI*

Tales sistemas de control de los movimientos de capitales serían tanto más eficaces si estuvieran colocados bajo la autoridad de un FMI reformado, más atento a los intereses de los países emergentes y en desarrollo, y menos a los de los inversores de los países desarrollados. Porque en un mundo desprovisto de una verdadera moneda internacional, con monedas diversas y numerosas, la necesidad de estabilización es siempre imprescindible, más que en el momento de la creación del Fondo. Desde la crisis asiática, aunque se hicieron muchas propuestas de reformas y se las discutió en detalle, nada verdaderamente serio fue llevado a la práctica. Pero existen progresos posibles. Un procedimiento de solución de las crisis de las deudas soberanas (de los estados) sobre el modelo de los procedimientos nacionales de quiebra privada es algo previo indispensable para la estabilización de las finanzas internacionales. Una capacidad creciente de apoyo a los países sometidos a una aceleración de la especulación, simplemente por el hecho de que se endeudan en una moneda extranjera, ya que no pueden hacerlo de otra manera, es otra condición. Pero tales reformas financieras suponen una revisión de las acciones del FMI y una democratización de su funcionamiento.

\* \* \*

Es posible resumir los desarrollos anteriores gracias a un cuadro sintético que explicita cómo los hechos estilizados revelados por la observación de las dos últimas décadas, encuentran una explicación en el marco de análisis propuesto, y también qué objetivos de intervención pública implica esta explicación (cuadro 2). Para informar sobre la crisis argentina, tan particular, ya que combinó la aplicación perfecta de las políticas de liberalización interna y externa con el choque contra la incoherencia del régimen de acumulación impulsado por las reformas correspondientes, se ha introducido un quinto factor de crisis, a saber, la incoherencia del régimen de crecimiento. Volvemos a encontrar aquí una de las categorías centrales para el análisis de las crisis en el programa de investigación regulacionista (Boyer, Neffa, 2004).

**Cuadro 2** – Mecanismos elementales para la determinación de las características de las crisis financieras contemporáneas y los objetivos de la intervención pública

La observación y el análisis	Mecanismos				
	A. Un mercado de promesas	B. Una toma de riesgos procíclica	C. Entrada en resonancia	D. El sistema bancario eslabón débil	E. Incoherencia de un régimen doméstico/internacional
1. Recrudescencia de las crisis	Factores permisivos		Liberalización / unificación de los mercados		Ejemplo: Argentina
2. Cambian de forma	Multiplicidad de instrumentos financieros			Diferencia entre EUA 1929-1932 Japón 1992-2005 EUA 2001	Apariencia de una vuelta de las crisis de primera generación
3. Amplitud de los fenómenos de contagio		Carácter procíclico de la finanza globalizada	Interdependencia geográfica de los actores, instrumentos financieros	Sistema bancario frágil en los países emergentes	
<b>Las propuestas</b>	<b>1. Mejorar la calidad de la información</b>	<b>2. Tener en cuenta las lecciones de la historia</b>	<b>4. Estabilidad financiera y política monetaria</b> <b>5. Reevaluar la liberalización financiera</b>	<b>3. Adaptar las reformas prudenciales y contables</b>	<b>6. Reforma de la arquitectura financiera</b>

#### RÉFÉRENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA Michel (2003), “Le risque systémique dans la finance libéralisée”, *Revue d’économie financière*, n° 70, enero, p. 33-49.
- AGLIETTA Michel, REBERIOUX Antoine (2004), *Les dérives de la finance*, Albin Michel, París.
- BERNANKE Ben S., GERTLER Mark, y GILCHRIST Simon (1999), “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, en Taylor John y Woodford M. (eds) *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam, North Holland.
- BOYER Robert (2001), “L’économiste face aux innovations qui font époque : les relations entre histoire et théorie”, *Revue Économique*, 52 (5), Setiembre, p. 1065-1115.
- BOYER Robert, DEHOVE Mario y PLIHON Dominique (2004), *Les crises financières: analyse et propositions*, Rapport du Conseil d’Analyse Économique, n° 50, La Documentation française, París.
- BOYER Robert y NEFFA Julio César (2004), *La crisis argentina (1976-2001): una visión desde las teorías institucionalistas y regulacionistas*, Editorial Miño y Davila, Madrid, Buenos Aires.
- BORIO Claudio, FURFINE Graig LOWE Philip (2001), “Procyclicality of the Financial System and financial Stability: Issues and Policy Options”, BIS Working Paper 1, 1 – 57.
- BOUCHER Christophe (2003), “Identification des crises boursières”, Documento de trabajo, Universidad París XIII, 27 de marzo.
- BRENDER Anton y PISANI Florence (2001), *Les marchés et la Croissance*, Economica, París.
- BRENDER Anton y PISANI Florence (2004), *La nouvelle économie américaine*, Economica, París.

- CABALLERO R.J., KRISCHNAMURTHY A. (2001), “International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises”, *Journal of Monetary Economics*, February, (<http://www.econ.rochester.edu/econ510/Caballero-emerging21.pdf>)
- CHANG Roberto, VELASCO Andréa (2000), “Liquidity crises in emerging markets: theory and policy”, en *NBER Macroeconomics Annual 1999*, ed. por Ben S. Bernanke y Julio Rotemberg (Cambridge, Massachusetts: MIT Press).
- HAUSMANN Ricardo, VELASCO Andres (2002), “The Argentine Collapse: Hard money’s Soft Underbelly”, Mimeo, Harvard University, Abril 26.
- JEANNE Olivier, ZETTELMEYER Jeromin (2002), “Original sin”, Balance sheet crises and roles of international lending, *IMF Working Paper*, WP/02/234.
- KALANTZIS Yannick (2003), “Studying the Argentine crisis; why we should focus on export performance”, mimeo, ENPC, París.
- KALANTZIS Yannick (2004), “Estudio de la crisis argentina: ¿Por qué deberíamos concentrarnos en el desempeño exportador?”, en Boyer, Neffa, *op. cit.*, p. 623-658.
- KAMINSKY Graciela L. (2003), “International Capital Flows: A Blessing or a Curse?”, Mimeo *ABCDE-Europe* 2003.
- KINDLEBERGER Charles P. (1994), *Histoire mondiale de la spéculation financière*, Éditions P.A.U, París.
- KIYOTAKI Nobuhiro, MOORE John (1997), “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, 105 (2), abril, p. 211-248.
- KRUGMAN Paul (1979), “A Model of Balance of Payments Crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, v. 11, n°. 3, p. 311-25, agosto.



KRUGMAN Paul (2001), "Crises: The Next Generation?", *Ragin conference, Tel Aviv University*, March 25-6. (<http://econ.tau.ac.il/research/sapir/Krugman.pdf>)

MISTRAL Jacques (2003), "Rendre compte fidèlement de la réalité d'entreprise", informe "Les normes comptables et le monde post-Enron", *Conseil d'Analyse Économique*, 42, la Documentation Française, p. 7-55.

MONTAGNE Sabine (2003), "Les métamorphoses du trust : Les fonds de pension américains entre protection et spéculation", tesis de la Universidad París 10-Nanterre, diciembre.

OBSTFELD M. (1994), "The Logic of Currency Crises", *Banque de France, Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 43, p. 189-213, [http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/ftp/currency\\_crises/cc.pdf](http://emlab.berkeley.edu/users/obstfeld/ftp/currency_crises/cc.pdf)

ORLEAN André (1999), *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, París

ORLEAN André (2004), "Efficience, finance comportementale et convention: une synthèse théorique", en BOYER Robert, DEHOVE Mario, PLIHON Dominique (2004).

PRASAD E., ROGOFF K., WEI S-J. y AYHAN KOSE M. (2003), "Effects of financial globalization on developing countries: some empirical evidence", *IMF Working Paper*, 7 demarzo.

PLIHON Dominique (presidente) (2002), *Rentabilité et risque dans le nouveau régime de croissance*, Informe del Grupo del Commissariat Général du Plan, París, La Documentation française, octubre.

SGARD Jérôme (2002), *L'économie de la panique: faire face aux crises financières*, París, La Découverte. Existe edición española, Buenos Aires.

STIGLITZ Joseph (2002), *La grande désillusion*, Mille et Une Nuits, Fayard.

## ANUNCIO DE SEMINARIOS Y CURSOS

### • ESCUELA TEMÁTICA (CNRS – CIRAD - INRA)

#### **Análisis de los cambios institucionales**

*Caracterización, métodos, teorías, actores*

**Del miércoles 14 al sábado 17 de setiembre de 2005 en la ROCHELLE (Charente Maritime)**

<http://www.toulouse.inra.fr/centre/esr/ecth2005>

La temática general está organizada en cuatro ejes:

- Las teorías institucionalistas ante los cambios institucionales
- Instituciones, estructuras y regulación
- El cambio en los niveles de regulación
- El papel de lo político y de lo simbólico en los cambios institucionales

#### • **Miércoles 14 de setiembre**

- Conferencia introductoria, V. Descombes (EHESS)  
 - Dinámica de las instituciones, B. Billaudot (CNRS-LEPPI) Comentarista: R. Boyer (CNRS-CEPREMAP)

- Los análisis históricos y comparativos de los capitalismos, B. Amable (París X-Nanterre, CEPREMAP, París Jourdan) Comentarista: J.F. Vidal (ADIS, París XI)

#### • **Jueves 15 de setiembre**

- Construcción y arquitectura de los mercados, Neil Fligstein (Univ. de Californie, Berkeley) Comentarista: B. Coriat (CEPN), M.F. García (INRA)

4 talleres

- Taller 2 [S. Palombarini (CEPREMAP), Y. Lung (IFRED, GRES-Bordeaux)], Taller 3 [G. Allaire (INRA-Toulouse), P. Petit (CNRS-CEPREMAP, CEPN-París 13)], Taller 4 [P. Dieuaide (CNRS, Matisse- París 1) G. Colletis (LEREPS, GRES-Toulouse),] Taller 7 [B. Jullien (LEREPS, GRES-Toulouse), T. Lamarche (GERME)]

- Transformación del sistema salarial y dominio público, D. Drache (Robarts Centre for Canadian Studies, York Université Canada)

#### • **Viermes 16 de setiembre**

- Régulation y patrimonios O. Godard (CNRS-Ecole Polytechnique)

3 talleres

Taller 1 [J.P. Chanteau (CNRS, LEPII), B. Daviron (CIRAD)], Taller 5 [C. Barrère (Univ. Reims), C. du Tertre (GERME)], Taller 6 [J. Mazier, Mouhoub El Mouhoud (CEPN-París 13)]

- La evolución de las instituciones europeas, M. Dehove (Univ. París 13) Comentarista (a confirmar).

- Sesión de debate, Europa y la globalización

#### • **Sábado 17 de setiembre**

- Simbólica y política en las economías contemporáneas, F. Lordon (CNRS-BETA) Comentarista : B. Guibert

- El giro cognitivo en economía y las transformaciones del campo de las ciencias sociales, A. Orléan (CNRS-CEPREMAP)

## ASOCIACIÓN INVESTIGACIÓN & REGULACIÓN

### Adhiera a la asociación « Investigación & RÉGULACIÓN »

Para el año 2005, el monto de la cotización fue fijado en **40 €** y en **16 €** para los estudiantes. Para obtener información sobre las actividades de la asociación, véase el sitio [www.theorie-regulation.org](http://www.theorie-regulation.org) o contáctese con [catherine.bluchetin@ens.fr](mailto:catherine.bluchetin@ens.fr)

Para adherirse envíe un cheque a nombre de la asociación "**Recherche & Régulation**" al tesorero Pascal PETIT  
 142 rue du Chevaleret - 75013 PARIS