

# **La gran recesión y la crisis europea: Lecciones y dilemas de la política económica**

**Luis Zambrano Sequín**

**Julio de 2012**

# **La gran recesión y la crisis europea: Lecciones y dilemas de la política económica<sup>1</sup>**

**Luis Zambrano Sequín**

**Caracas, Julio de 2012**

Los análisis y conclusiones contenidos en el presente documento, son de la exclusiva responsabilidad del autor y en nada comprometen al Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS), como organización que coordinó su elaboración y promovió su debate público.

---

<sup>1</sup> Documento base de la Línea de Trabajo Regional "La Economía del Mañana: Justa y Sustentable"

Instituto Latinoamericano de  
Investigaciones Sociales (ILDIS)  
Oficina en Venezuela de la  
Fundación Friedrich Ebert

Av. San Juan Bosco, cruce  
con 2da Transversal de  
Altamira, Edif. San Juan, Piso 4,  
Oficina 4-B.  
Caracas, Venezuela.  
Teléf.: (0212)2632044 / 2634080  
[www.ildis.org.ve](http://www.ildis.org.ve)  
[www.desafiandolascrisis.org](http://www.desafiandolascrisis.org)

Coordinación institucional del documento:  
Heinrich Sassenfeld.  
Director de la Línea de Trabajo Regional  
“La Economía del Mañana: Justa y Sustentable”

Flavio Carucci T.  
Director de Proyectos del ILDIS

Asistente:  
Eskeila Guerra  
Asistente de Dirección  
Asistente de Proyectos del ILDIS

Autor: Luis Zambrano Sequín

La impresión y reproducción total o parcial de este documento es permitida, siempre y cuando se mencione su autor y la institución que coordinó su elaboración.

## ÍNDICE

Introducción	1
Conceptualización de las recientes crisis y sus efectos en las economías desarrolladas y emergentes	2
Profundización de los desequilibrios económicos mundiales	4
El retorno al Estado como protagonista estelar	5
Algunas lecciones generales de política económica que han dejado las crisis recientes	6
La política monetaria y sus limitaciones	7
Sobre los objetivos y la eficacia de la política fiscal	8
La política cambiaria: La revalorización de la flexibilidad	10
El rol de los bancos centrales: Control de la inflación versus estabilidad financiera, crecimiento económico y empleo	11
El mito de la eficiencia de los mercados financieros y la necesidad de un régimen regulatorio global	12
Definitivamente las crisis no ayudan a hacer el crecimiento más sostenible	13
La redefinición de los organismos financieros internacionales	14
Vulnerabilidades y prioridades de la política económica en América Latina	15
Un tema final: Crisis y teoría económica	16
Referencias bibliográficas	19

## Introducción

- En los últimos veinte años la economía mundial ha experimentado un cambio estructural profundo: se ha avanzado rápidamente en la globalización, se ha intensificado el cambio tecnológico y han surgido nuevos competidores que rivalizan fuertemente ante las economías desarrolladas tradicionales. Los efectos de estos cambios son múltiples y aún no pueden observarse con toda claridad, pero es evidente que la estructura del mercado mundial ya no es la misma y que hay un redespliegue global de las ventajas comparativas y competitivas (Rosales, 2009).
- En este contexto, los episodios de las dos crisis sucesivas que se han producido más recientemente, la crisis financiera norteamericana de 2008 y la crisis europea de deuda soberana de 2011, al generarse en el centro de la economía mundial han puesto en cuestionamiento aspectos estructurales fundamentales del sistema capitalista, y más específicamente del sistema financiero internacional. En este sentido, las crisis recientes podrían, para algunos, poner fin a un “estilo de desarrollo”, no sin antes iniciar un profundo debate sobre aspectos trascendentes en el orden económico, político, social y ambiental.
- Es evidente que la desregulación de los sistemas financieros y la política monetaria expansiva, que caracterizaron a las dos décadas previas a las crisis, provocaron, entre otras cosas, una acelerada y sostenida reducción de las tasas de interés en las economías avanzadas. Este hecho jugó un rol central en el origen de lo que se ha dado en llamar la “Gran Recesión”. La expansión del crédito y el apetito por incrementar la rentabilidad, asumiendo los crecientes riesgos que tales políticas estimularon, terminaron desvinculando marcadamente la evolución de los mercados financieros del desenvolvimiento de la actividad económica real. Adicionalmente hay que agregar la prevalencia, tanto en el ámbito académico como en el de la praxis de la ciencia económica, de posturas ideológicas que fundamentaban la creencia ciega en la eficiencia intrínseca de los mercados financieros.
- Pero estas recientes crisis son la expresión de bastante más que un sistema regulatorio deficiente, una política monetaria expansiva y una crisis moral provocada por un exceso de ambición de quienes han gestionado las finanzas internacionales. Lo que se está cuestionando cada vez más es la creencia en un modelo de sociedad globalizada y fundamentada en la libertad y eficiencia automática de los mercados. Uno de los resultados probables de este cuestionamiento es la revalorización política y social del Estado como ente de mayor responsabilidad en la dirección de las estrategias de desarrollo de los países. Si esto termina en efecto sucediendo se presenciara, más pronto que tarde, la redefinición de muchas instituciones públicas fundamentales y una nueva interacción entre los gobiernos, los mercados y la sociedad en su conjunto. No en vano hay quienes están clamando por un nuevo contrato social (Kurtz y Brooks, 2008).
- En todo caso, es obvio que se está entrando en una “nueva normalidad”, donde destacan los siguientes elementos: desaceleración del crecimiento económico global, creciente importancia de las economías emergentes, atenuación de las corrientes de intercambio internacionales en un contexto de

mayores niveles de proteccionismo y reducción de los flujos crediticios (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2009).

## **Conceptualización de las recientes crisis y sus efectos en las economías desarrolladas y emergentes**

- A diferencia de los episodios anteriores, las últimas dos crisis han tenido un verdadero alcance mundial y han sido bastante más complejas de manejar debido a que muchas instituciones y los mercados financieros no son sólo más grandes sino que están interconectados como nunca antes.

### ***La crisis bancaria de 2008 en los Estados Unidos***

- La nueva tecnología informática dio origen a sofisticados instrumentos para la diversificación y difusión de los riesgos, lo que hizo posible el desarrollo de instituciones financieras más concentradas, más complejas y estrechamente interconectadas. Además, se crearon las condiciones para un crecimiento exagerado de las instituciones financieras no bancarias, el denominado “sistema bancario a la sombra”.
- La respuestas iniciales en las economías más avanzadas, cuando la crisis comenzó en 2008, descansaron en políticas fiscales y monetarias de carácter esencialmente acomodaticio, dirigidas a evitar que la crisis bancaria se transformase, primero, en una crisis financiera, y luego, en una crisis de los mercados reales. Esto fue posible ya que al originarse la crisis en las economías desarrolladas, estas tenían amplia capacidad para adelantar medidas anticíclicas sin mayores consecuencias inmediatas sobre las tasas de interés, los tipos de cambio y los niveles de deuda pública. Esta respuesta de política inicial difirió de la manera como se actuó en las pasadas crisis, cuando la reacción típica era la puesta en práctica de políticas económicas contractivas.
- Los bancos centrales jugaron, en los inicios, un papel estelar y no convencional, al responder rápida y coordinadamente, suministrando enormes volúmenes de liquidez a los sistemas financieros locales e internacionales. La política monetaria fue relajada en casi todas las economías relevantes, desarrolladas y emergentes, haciendo descender, aún más, las tasas de interés a corto plazo llegando a niveles históricos. Los altos niveles de liquidez y las bajas tasas de interés hicieron posible no sólo que los bancos mantuvieran sus márgenes de intermediación, minimizando los efectos del alza en los costos de otras fuentes de financiamiento financiero, sino que evitó un colapso en los valores de los activos. Con ello y las simultáneas respuestas fiscales expansivas, se evitó que la crisis bancaria de 2008 y 2009 se tradujera en una crisis de deuda y deflación a escala mundial (Claessens, Pazarbasioglu, Laeven y Dobler, 2011).

### ***La crisis europea de deuda soberana***

- La crisis en Europa que comenzó en 2011 es, en buena medida, consecuencia de la crisis financiera norteamericana desatada en 2008.

- Haciendo síntesis se puede decir que la actual situación en Europa está asociada a dos problemas macroeconómicos fundamentales: la debilidad de las finanzas públicas, que genera presiones para un recorte del gasto y la elevación de los impuestos, y el desapalancamiento financiero generalizado del sector privado, a pesar de las muy bajas tasas de interés. La caída en la demanda agregada privada y una mayor propensión al ahorro, han generado una tendencia deflacionaria, que de no ser contrarrestada con rapidez puede terminar provocando una nueva recesión mundial. Pero enfrentar esta problemática plantea importantes dilemas de política económica, tal y como se está observando. Desde una óptica, se demandan políticas de austeridad fiscal como requisito previo a la recuperación de la confianza de inversionistas y consumidores; desde otra posición, se plantea que sin una política fiscal expansiva es imposible sacar a la economía europea de la actual recesión (Koo, 2012).
  - Como es ya bastante conocido, en las circunstancias actuales la política monetaria es totalmente inefectiva como instrumento para generar estabilidad y menos aún crecimiento económico sostenido. Por otra parte, la política cambiaria no cuenta al prevalecer la moneda única. Es por ello que la discusión y los dilemas de política económica se centran, casi exclusivamente, en el ámbito fiscal y regulatorio.
  - La posición que ha tendido a predominar en el seno de los principales gobiernos e instituciones económicas europeas ha sido enfatizar los programas de consolidación fiscal, asumiéndose que esa es la vía para recuperar la confianza y la credibilidad, requisito sin el cual no se recuperarán la inversión, el consumo y los niveles de empleo. Los críticos, que cada vez ganan más adeptos, especialmente en los espacios políticos alternativos, plantean la ineficiencia de tales políticas resaltando que no habrá recuperación económica sin un agresivo plan de estímulos que implique, entre otras cosas, el crecimiento del gasto público. Esta proposición se plantea a conciencia de que tal política implicaría un empeoramiento transitorio de las finanzas públicas, al menos, en algunos de los países periféricos de la Zona Euro (Stiglitz, 2012; Krugman, 2011).
  - En el marco de la discusión concreta de política económica, tres aspectos sobresalen como claves para avanzar en la resolución de la crisis actual:
    - ✓ La posibilidad de que al Banco Central Europeo le sea permitido monetizar parte del déficit de los países en problemas, bien sea: garantizando la deuda o comprando directamente bonos emitidos por los gobiernos.
    - ✓ La emisión de eurobonos garantizados conjuntamente por los países superavitarios y deficitarios, lo que implica ceder soberanía nacional, dada la inexistencia de una instancia de gobierno federal.
    - ✓ Ante la dificultad de contar con una entidad política supranacional, se hace necesario disponer de una Oficina del Tesoro Europeo, con atribuciones para crear y aplicar impuestos, ejecutar programas de gasto y endeudarse.
- Hasta ahora no pareciera que en algún momento se alcanzará el consenso político necesario para adelantar en tales temas. La imposibilidad de avanzar en estas "soluciones" muestran lo distante que la Unión Europea se encuentra de cumplir las condiciones mínimas para ser considerada un área monetaria óptima (Jaumotte, 2011).

- Lo cierto es que la falla crónica de crecimiento económico incrementa las posibilidades de inestabilidad política en la zona, que es el factor que en definitiva constituye la mayor de las amenazas para la continuidad y estabilidad de la moneda única (Busch, 2012).

### ***Impactos generales de las crisis sobre América Latina***

- Si bien inmediatamente después de producirse la caída Lehman Brothers, los mercados emergentes, incluyendo a América Latina, experimentaron deterioros en sus mercados de valores, sus monedas se depreciaron y se resintió el crecimiento económico, estas economías reaccionaron con relativa rapidez evitando una crisis monetaria y de deuda externa.
- Más que lidiar con las presiones recesivas y la contracción en la liquidez internacional, y a pesar del carácter global y la prolongada duración del choque, las prioridades de la política económica en las principales economías emergentes se concentraron en el adecuado manejo del ingreso proveniente de fuertes corrientes de capital foráneo, la apreciación cambiaria, la expansión del crédito interno y la prevención del surgimiento de burbujas especulativas.
- La crisis europea, si bien ha desacelerado las tasas de crecimiento mundiales, no ha tenido hasta ahora efectos mayores sobre el desenvolvimiento económico en América Latina, a pesar de la importante presencia de bancos europeos en las más relevantes economías de la región. Esto se debe en buena medida a los cambios previos en la estructura del comercio de las mayores economías de la región y la reducción de la significación de los flujos de capital entre Europa y América Latina.

### **Profundización de los desequilibrios económicos mundiales**

- Durante el largo período de boom previo a la crisis de 2008 se acumularon importantes desequilibrios en la estructura de la economía mundial. Las principales economías emergentes y los exportadores de productos primarios se convirtieron en los grandes ahorristas, mientras que en las economías más avanzadas se profundizaron los déficits en cuenta corriente.
- Si bien estos desequilibrios obedecen a una diversidad de factores, en el caso de los Estados Unidos destacan el mantenimiento de bajas tasas de interés, que facilitaron el desarrollo de la burbuja especulativa en el mercado inmobiliario y un crecimiento del consumo que presionó sobre las importaciones y la caída en la tasa de ahorro. Esto operó en el mismo sentido en varios países europeos, especialmente aquellos cuya tasa de inflación se mantuvo persistentemente por encima del promedio, tal y como fueron los casos de España, Irlanda y Grecia, y donde las tasas reales de interés fueron extremadamente bajas. En todos estos casos, la pérdida de competitividad internacional y la expansión de la demanda interna, naturalmente, terminaron traducándose en altos déficit en las balanzas comerciales.
- Con el desarrollo de las recientes crisis, los desbalances globales se han reducido pero aún distan de haber sido eliminados. Es más, dado que la causas



estructurales que hicieron que estos desequilibrios se agudizaran tanto en el período que precedió a la crisis no han sido disueltas, es bastante probable que se vuelvan a expresar, e incluso profundizar, una vez que se retorne de nuevo a un período de mayor estabilidad y crecimiento sostenido (Banco Mundial, 2011).

- Dinamizar el crecimiento requiere de profundos cambios en la composición de la demanda agregada mundial que serán muy difíciles de producir. Además, aún se dista bastante de alcanzar un consenso en torno a cómo restablecer el equilibrio de la demanda agregada entre las economías avanzadas y las emergentes. El desarrollo de los mercados financieros locales y de los sistemas de seguridad social en los países emergentes, son dos áreas que se suponen ayudarán a reducir los desequilibrios comentados.
- En el caso de los países exportadores de petróleo, los grandes superávits, generados por el fuerte y sostenido incremento de los precios de la energía, deberían ser un fenómeno transitorio mientras estos países aumentan paulatinamente su capacidad de absorción.
- No puede dejar de percibirse que en un contexto de desaceleración económica y de contracción crediticia en las economías industrializadas, los desafíos competitivos que plantean las economías emergentes pueden activar las presiones en favor de renovadas formas de proteccionismo.
- Por otra parte, el mantenimiento de bajas tasas de interés en Europa y los Estados Unidos seguirá fomentando el flujo de capitales hacia los principales mercados emergentes con sus consabidas consecuencias desestabilizadoras sobre los tipos de cambio, los precios de las materias primas, la energía y los precios de los activos. Todos estos elementos no hacen más que contribuir a que los desequilibrios mundiales se profundicen.
- En todo caso, la mayor competencia mundial entre los nuevos centros de poder obliga a una mayor coordinación si se desea reducir los riesgos de inestabilidad política y económica. Pero esto no se logrará sin una profunda reforma en la estructura institucional internacional y el desarrollo de nuevos mecanismos de gobernanza mundial. Si no se avanza en esta dirección con relativa rapidez, la transición a un nuevo mundo multipolar puede ser bastante traumática (Banco Mundial, 2011).

## **El retorno al Estado como protagonista estelar**

- A partir de las crisis recientes y sus efectos, es predominante la opinión de que el Estado debe volver a jugar un papel central en el diseño y gestión de las estrategias de desarrollo, tanto en las economías avanzadas como emergentes. Sin embargo, no se trata de un retorno acrítico al dirigismo gubernamental, más bien lo que se está proponiendo es una redefinición del equilibrio que debe existir entre el Estado, los mercados, las instituciones públicas y las libertades ciudadanas.
- Teniendo en cuenta además las transformaciones que están ocurriendo en la estructura económica global, es evidente que los mecanismos automáticos del mercado serían insuficientes para gestionar la transición. Los nuevos conflictos,

las tensiones sociales y políticas que involucran aspectos que trascienden con creces el ámbito económico, exigen una presencia activa de los gestores políticos y gubernamentales como protagonistas principales.

## **Algunas lecciones generales de política económica que han dejado las crisis recientes**

- Hay un amplio consenso en que para combatir crisis recesivas la política económica, en su conjunto, requiere ser anticíclica. Pero gestionar una política de este tipo es posible sólo cuando el gobierno puede estimular el gasto sostenidamente y la política monetaria expansiva no genere presiones inflacionarias o problemas en los balances del sector público y el privado. Además, una verdadera política anticíclica requiere que las medidas expansionistas puedan ser retiradas una vez superada la recesión (Powell, 2012).
- Es fundamental que la ejecución de la política económica no afecte la credibilidad ni la solvencia de las instituciones. Especialmente la reputación de los bancos centrales es clave para mantener ancladas las expectativas de inflación.
- Mientras mejores sean las condiciones iniciales (alta calidad de las instituciones económicas, nivel alto de reservas internacionales, bajo nivel de endeudamiento y marcos regulatorios orientados a la reacción temprana y rápida) mayor será la credibilidad de las políticas de ajuste y menores los costos sociales y políticos de su aplicación.
- El nivel de reservas internacionales y el acceso al endeudamiento en moneda externa, determinan mayor capacidad de manipular los tipos de cambios para facilitar el ajuste.
- La restauración de los flujos de capital parece un factor clave para evitar que una crisis de liquidez se convierta en un problema de solvencia bancaria.
- Además, las crisis recientes nos han mostrado que: los mercados no se corrigen automáticamente; son numerosas las fallas que hacen ineficientes a los mercados; las recetas keynesianas parecen trabajar, al menos a corto plazo; y los bancos centrales deben hacer bastante más que combatir la inflación (Stiglitz, 2009).
- Así mismo, la experiencia reciente muestra como con el avance de la globalización y la integración de los mercados financieros es imprescindible la rápida reacción coordinada entre las autoridades fiscales y, sobre todo, de los bancos centrales. Aunque debe tenerse en cuenta que una movilización tan amplia de recursos como la presenciada en 2008 y 2009 difícilmente pueda repetirse en un futuro cercano, ni siquiera mediato.
- Igualmente, la crisis financiera reciente enseña que no deben repetirse ciertos errores que han restado valioso apoyo público a las políticas anticrisis. Notablemente, frente a eventuales crisis financieras futuras, parece fundamental que debe incrementarse la condicionalidad ante la entrega del apoyo financiero a los bancos por parte del gobierno y el banco central, y ser mucho más eficiente y transparente en la reestructuración de la propiedad de los activos

bancarios. La impresión que prevalece es que los grandes responsables de la generación de estas crisis fueron los menos afectados, e incluso beneficiados, por las políticas de ajuste (Fondo Monetario Internacional, 2011).

### **En América Latina**

- Varios son los factores que se han esgrimido para explicar el reciente desempeño de las principales economías latinoamericanas: los mejores fundamentos que se lograron acumular durante el prolongado período de crecimiento previo a la crisis; la mayor capacidad de hacer política económica de estabilización; la formación de ahorros destinados a amortiguar los choques externos; y las enormes inyecciones de liquidez y las políticas fiscales anticíclicas implementadas en los países desarrollados en 2008 y 2009. Finalmente, hay que agregar la pronta recuperación de los precios de las materias primas y la reanudación del ingreso de fuertes corrientes de capital foráneo, factores que han permitido retirar parcialmente las políticas expansivas sin un costo mayor en términos de crecimiento y empleo (Banco Interamericano de Desarrollo, 2010).
- Pero no hay que perder de vista que la región es un espacio heterogéneo. Los países suramericanos más importantes mostraron un mejor comportamiento que los países caribeños. Notablemente, aquellas economías que han venido gestionado políticas de inflación objetivo, tipos de cambio más flexibles, que son exportadores de materias primas y que están mejor integrados a los mercados financieros mundiales, son quienes destacan por su mejor desempeño. En contraste, las naciones que: son más dependientes de los mercados de las economías avanzadas, son importadores netos de materias primas, con dificultades previas en sus finanzas públicas, y aquellas donde prevalecen regímenes de tipo de cambio fijo o muy dolarizados, han mostrado un desenvolvimiento económico, durante y en el período posterior de la crisis de 2008, bastante menos favorable (Fondo Monetario Internacional, 2009).

### **La política monetaria y sus limitaciones**

- En circunstancias normales, hoy la política monetaria se circunscribe a influir sobre el comportamiento de la tasa de interés. El instrumento típico que se ha utilizado en las economías avanzadas son las operaciones de mercado abierto utilizando esencialmente los bonos gubernamentales, dada su alta liquidez. Mediante estas operaciones, los bancos centrales pueden influir sobre la cantidad de dinero en la economía y por esta vía, afectar el crédito, el gasto y los precios.
- El punto de vista académico convencional establece que los bancos centrales deben procurar elevar las tasas de interés en los períodos inflacionarios y hacerla descender en los deflacionarios. Así, los bancos centrales pueden estabilizar las expectativas inflacionarias contribuyendo a estabilizar la economía.
- Con base en estos principios, los bancos centrales, comenzando por la Reserva Federal y el Banco Central Europeo, respondieron en las recientes crisis reduciendo rápidamente las tasas de interés a niveles cercanos a cero.

- Frente a las limitaciones para seguir influenciando las tasas de interés, se ha sugerido que los bancos centrales se concentren en mantener la tasa de crecimiento de la oferta monetaria y, por esta vía, tratar de influir sobre el nivel de gasto. Sin embargo, esta estrategia también ha perdido efectividad para influir sobre el gasto ya que la velocidad de circulación del dinero ha caído significativamente porque los agentes económicos, tanto consumidores como los bancos, han elevado sus tenencias de dinero absorbiendo los incrementos de la base monetaria. Esta es la situación descrita por los keynesianos como “trampa de la liquidez”, que hace totalmente inefectiva a la política monetaria y convierte a la deflación en una real amenaza para la economía.

## **Sobre los objetivos y la eficacia de la política fiscal**

- Ante la imposibilidad de utilizar la política monetaria como instrumento de estabilización, el centro de la atención ha retornado hacia la política fiscal. La discusión de esta materia incumbe tanto a los objetivos que deben ser perseguidos como a los instrumentos que pueden ser utilizados.
- La discusión de si debe o no utilizarse la política fiscal para estimular el gasto y cuales sus implicaciones a corto y largo plazo, remite al centro mismo del debate teórico y político. Las posiciones son las clásicas, entre quienes creen que la clave para salir de la recesión es la recuperación de la confianza, para lo cual hay que restablecer la disciplina fiscal, y aquellos que sostienen que el cambio en las expectativas sólo se logrará si se logra una expansión sostenida de la demanda agregada.
- Es evidente que la política fiscal anticíclica jugó un papel fundamental para impedir que la crisis financiera de 2008 se convirtiera en una depresión económica global. Esta política de ajuste alcanzó un alto grado de unanimidad tanto a nivel académico como en los hacedores de política económica. Sin embargo, es también de consenso la opinión de que tal política no puede ser mantenida en forma indefinida sin que se planteen serias dudas en relación a los problemas de sostenibilidad fiscal y sus negativos impactos sobre el crecimiento económico a mediano y largo plazo.
- Otros aspectos son bastante más controvertidos, tales como el tamaño de los multiplicadores del gasto y las vías más efectivas para estabilizar y hacer crecer el nivel de actividad económica. Así mismo, han venido rápidamente a colación los viejos problemas asociados con los efectos de desplazamiento del gasto privado, los característicos rezagos en la implementación de las políticas que terminan reduciendo la efectividad fiscal, así como los temas relacionados con la llamada “equivalencia ricardiana” que anula los impactos de política por la anticipación de los efectos que hacen los agentes privados. Por último, aunque hay bastante unanimidad en cuanto a que los efectos inflacionarios de una política fiscal expansiva pueden ser bajos a corto plazo, dado los elevados niveles de capacidad ociosa y el desempleo, hay bastante disenso en lo que respecta a los efectos sobre los precios a mediano y largo plazo (Kiel Institute for the World Economy, 2009).
- Otro aspecto central en la discusión académica y política en esta coyuntura es la determinación de cuánto de la crisis, en cada país, se debe a problemas

estructurales y cuánto a la insuficiencia de la demanda. La respuesta a este punto es clave para endosar las posiciones encontradas con relación a qué y cómo puede incidir la política fiscal para la superación de la crisis, pero es más un asunto de determinación empírica que de teoría económica.

- Naturalmente, las diferencias de opinión aumentan en la medida que se profundiza en los detalles de los programas de estímulo. Los aspectos sectoriales son extraordinariamente diversos y expresan, a su vez, criterios valorativos distintos en cuánto al rol de la política fiscal.
- En todo caso, en la discusión de si la política fiscal debe ser activa o no en el contexto de estas crisis, y en particular en el caso de la crisis europea, no debe omitirse que “política fiscal anticíclica no la hace quien quiere sino quien puede”. Un país con restricciones para acceder al financiamiento a costos razonables, bien sea porque su nivel de deuda pública ya es demasiado elevado, porque el país no puede garantizar a sus prestamistas el pago futuro del servicio de esa deuda o porque no cuenta con activos que se puedan transformar en liquidez con rapidez, difícilmente tiene capacidad para utilizar la política fiscal en forma expansiva para contrarrestar un choque negativo severo. Es más, sus limitaciones serán aún mayores cuando, simultáneamente, no pueden utilizarse las políticas monetarias y cambiarias. El caso de Grecia es, en este sentido, el más emblemático de todos (Walter, 2012).
- Es relevante notar las diferencias en los programas de estímulo fiscal aplicables en las economías desarrolladas y en las economías emergentes. En las primeras, las reducciones impositivas ocupan una parte considerable de los planes de estímulo (aproximadamente un tercio en promedio), mientras en las economías en desarrollo la casi totalidad de los estímulos radica en programas de gasto. Estas diferencias dan cuenta del rol que los diseñadores de política le asignan a los agentes económicos como decisores del gasto. Por ejemplo, en el caso de Estados Unidos se considera que son los contribuyentes los mejores jueces para decidir en qué y cómo gastar. Sin embargo, informes recientes reportan que si bien en Estados Unidos, Alemania, Australia y España, en 2008, hubo un sesgo hacia el uso de los recortes impositivos, más recientemente fueron modificándose las políticas dando más espacio a los programas de gasto (Ahrens, 2009).
- En el caso específico de América Latina, se enfrentan considerables retos inmediatos. Si, como pareciera inevitable, el entorno internacional en los próximos años se tornase menos favorable, una prioridad sería prepararse para afrontar nuevos choques. Esto exige construir marcos legales e institucionales más sólidos que los existentes para poder acumular los ahorros que se crean en los booms. Hay que tener en cuenta que la capacidad de hacer política fiscal anticíclica fue posible gracias al prolongado boom durante la década previa, un factor que no se repetirá en el futuro próximo. Adicionalmente, preocupa los elevados niveles de deuda pública que aún prevalecen en muchos países de la región, los cuales anuncian potenciales problemas de sostenibilidad y baja capacidad de maniobra, si las condiciones internacionales no mejoran rápidamente.
- Un tema característico de los regímenes fiscales en Latinoamérica es la poca relevancia de los estabilizadores fiscales automáticos vinculados al ciclo, por

ejemplo el seguro al desempleo e incluso la propia seguridad social. Aumentar la significación de los estabilizadores automáticos haría menos necesarias las políticas fiscales discrecionales, se incrementaría la credibilidad y se reducirían los costos políticos de los ajustes.

- Finalmente, en la valoración positiva del rol de la política fiscal como instrumento de acción frente a la crisis hay que considerar las implicaciones que ésta puede tener con relación a la estabilidad política. Un aspecto nada menor, pero que no ha ocupado mucho espacio en el debate reciente. En efecto, la política de estímulo fiscal puede reducir significativamente los costos sociales que se derivan de una importante subutilización de los recursos disponibles (Fazzari, 2012). No debe perderse de vista que el temor a la inestabilidad política, más que la presión de grupos de interés específicos, es la razón predominante que incentiva a los gobiernos a aplicar programas expansivos durante las recesiones; el problema puede presentarse después, si no se reduce el gasto cuando la economía se recupera. Pero las recientes crisis también han enseñado que la calidad institucional, la cultura local y del liderazgo político son factores claves para reducir esta ineficiente rigidez del gasto (Voth, 2012).

### **La política cambiaria: La revalorización de la flexibilidad**

- Entre las lecciones que han quedado de estas crisis destaca que las economías con tipos de cambio flexibles son las menos propensas a sufrir distorsiones, mientras que aquellas que mantuvieron regímenes de tipo de cambio fijo han estado más expuestas a la aceleración inflacionaria, el desarrollo de burbujas especulativas y desequilibrios en sus cuentas corrientes.
- Sin embargo, esto no significa que sea deseable un retorno a las monedas nacionales en el caso de la Zona Euro. Una reversión aquí en el régimen cambiario produciría fuertes revalorizaciones en los países superavitarios y devaluaciones masivas en las economías más endeudadas, empeorando la situación fiscal y con escasas ganancias en materia de competitividad externa. Abandonar el euro generaría una dinámica tan desfavorable que terminaría cuestionándose el proceso mismo de integración, retrayendo a Europa a una situación probablemente peor que la que se tenía antes de iniciar el proceso de construcción de la comunidad.
- Otro aspecto es el relacionado a la pérdida de confianza en el dólar y el euro como monedas de reserva, hecho que de profundizarse tendría importantes consecuencias a largo plazo. En todo caso, las crisis recientes podrían estar acelerando el proceso de sustitución del sistema monetario de post-guerra, en un mundo donde dos tercios de las reservas internacionales están en mano de las economías emergentes.
- La debilidad del dólar como moneda de reserva tiene importantes implicaciones para los Estados Unidos: pérdidas de ganancias originadas en el derecho de señoreaje, reducción en la autonomía de su política macroeconómica y menor flexibilidad para lidiar con los problemas de balanza de pagos.

## **El rol de los bancos centrales: Control de la inflación versus estabilidad financiera, crecimiento económico y empleo**

- El papel de los bancos centrales en las economías más avanzadas ha cambiado sustancialmente desde que comenzó la crisis. Tradicionalmente las autoridades monetarias se han encargado de influir sobre las tasas de interés con el objeto de contribuir a la estabilidad de precios, así como servir de prestamistas de último recurso mediante el aporte de liquidez a las instituciones financieras con problemas. Pero desde 2008 estas instituciones han asumido funciones regulatorias, de estabilizadores de los sistemas financieros y de operadores cuasi-fiscales, que incluyen la provisión de fondos para resolver problemas de solvencia y liquidez, tanto a instituciones financieras como a gobiernos. El desempeño de este tipo de actividades ha llevado a muchos a replantear los temas referidos al rol de la política monetaria, la autonomía de los bancos centrales y la relación con la gestión de la política fiscal (Buitter, 2012).
- Claramente, el Banco Central Europeo se vio forzado a ejercer este nuevo rol, catalogado por muchos como ilegal, dado el vacío fiscal en la Euro Zona. En el caso de los Estados Unidos, el Banco de la Reserva Federal tuvo que actuar dada la inmovilidad a la que llegaron las instituciones fiscales en ese país como consecuencia de la diatriba que ha acompañado la campaña electoral.
- Los riesgos para la sostenibilidad del crecimiento a mediano y largo plazo, provocados por los temores de que se desarrollen expectativas inflacionarias, han llevado a proponer medidas para devolver a los bancos centrales a sus funciones tradicionales y que abandonen las prácticas no convencionales que han aplicado en los últimos tres años. Se considera que la aceleración de las expectativas inflacionarias, estimuladas por las amplias inyecciones de dinero que se han producido en el contexto de la "Gran Recesión" y la crisis europea, pueda erosionar la reputación de los bancos centrales, un activo demasiado valioso para la estabilidad económica y el crecimiento económico sostenido.
- El tema de cuándo y cómo debe producirse un cambio en las funciones y la estrategia de los bancos centrales tiene una importancia crítica. Cualquier señal generada por los bancos centrales de un cambio estratégico, se reflejará incrementando los rendimientos de los bonos a largo plazo, lo que podría aumentar las tasas de interés en forma prematura y con ello arriesgar aún más la posibilidad de dejar atrás la recesión.
- Otras funciones no convencionales que han sido asumidas por los bancos centrales en el contexto de las crisis recientes son las referidas a la regulación financiera, tanto a nivel macro como microeconómico. Hay bastante unanimidad de criterios en torno a la idea de que estas actividades crean importantes conflictos de intereses que afectan la capacidad de los bancos centrales para desarrollar una eficiente política monetaria.

## **El mito de la eficiencia de los mercados financieros y la necesidad de un régimen regulatorio global**

- La crisis puso de relieve la necesidad de una reforma profunda del sistema financiero.
- Existe amplio consenso en que los sistemas regulatorios actuales, focalizados en los mercados nacionales, son insuficientes y deben ser sustituidos por un régimen comprensivo de carácter internacional.
- Sin embargo, es bastante improbable que las autoridades nacionales transfieran la soberanía a entes regionales o mundiales en materia de la supervisión y control de los mercados financieros, especialmente por que los gobiernos nacionales seguirán siendo los prestamistas en última instancia que respaldan a los grandes bancos.
- Por tanto, una nueva regulación más homogénea parece que sólo podrá surgir como resultado de una mayor cooperación entre los reguladores nacionales.
- El riesgo que ahora se corre es pasar de un sistema basado en la auto-regulación de los mercados a otro fundamentado en la sobre-regulación gubernamental, con elevada probabilidad de que se afecte el dinamismo de la economía mundial. Por otra parte, se observará un mayor proteccionismo financiero que dificultará la necesidad de una supervisión y regulación más exhaustiva (Buitter, 2009).
- Las propuestas de reformas que más se han difundido se orientan a:
  - ✓ Ampliar el sistema de regulación prudencial, con especial énfasis en las instituciones financieras de carácter sistémico.
  - ✓ Modificar las prácticas regulatorias y de supervisión con el fin de desincentivar el comportamiento procíclico de las instituciones financieras.
  - ✓ Hacer más eficaz la supervisión por parte de los entes reguladores, reduciendo los incentivos al diseño de instrumentos financieros complejos, facilitando la restructuración de los activos en las crisis y disminuyendo las expectativas de rescate y sus efectos adversos (el problema de la conducta irresponsable o "azar moral").
  - ✓ Mejorar la calidad y cantidad de información pública que deben proveer las instituciones financieras, especialmente la que está asociada a los riesgos sistémicos.
  - ✓ Emitir nuevas normas más estrictas para las instituciones financieras más grandes e interconectadas, aumentando las exigencias de capitalización.
  - ✓ Incorporar en el análisis del riesgo financiero los riesgos contingentes derivados de las operaciones fuera de balance.
  - ✓ La constitución de reservas dinámicas anticíclicas, especialmente en las instituciones financieras más grandes e interconectadas.
  - ✓ Ampliar las competencias de los bancos centrales, de manera que estos sean también responsables de la estabilidad financiera.
  - ✓ En el caso de Europa, se plantea la necesidad de establecer un organismo regional con la exclusiva finalidad de controlar las operaciones internacionales de los entes financieros.



- Este conjunto de reformas, sin duda, afectarán a las economías emergentes, y en especial a la región latinoamericana, al restringir el acceso al crédito y hacer menos competitivos los “paraísos fiscales” y las operaciones “off shore”, áreas donde la región ha desarrollado ventajas competitivas.

## **Definitivamente las crisis no ayudan a hacer el crecimiento más sostenible**

- Dos preguntas se han venido formulado en los espacios dedicados a la discusión del problema medio-ambiental:
  - ✓ ¿Se aprovechará la oportunidad que brindan estas crisis para tomar las decisiones que provoquen los cambios estructurales en los sistemas de producción y consumo de energía o, por el contrario, se diferirán estos esfuerzos en vista de la escasez de recursos y la prioridad de estabilizar y hacer crecer el nivel de actividad económica?
  - ✓ ¿Se puede seguir considerando hoy que el cambio climático será un factor condicionante fundamental de las características y opciones de desarrollo económico en este siglo?

En corto, la respuesta a ambas preguntas pareciera ser un rotundo ¡no!
- Si bien un efecto positivo de la recesión económica es que ha reducido las emisiones de contaminantes, también han sido más exitosas las presiones de los sectores y países que utilizan más intensivamente la energía para lograr detener algunas políticas conservacionistas y de protección del medio ambiente. Como era de esperarse, la crisis económica ha sido esgrimida como excusa para posponer decisiones ambientales que siempre son costosas a corto plazo.
- Pero a los especialistas en esta materia les preocupa más el efecto que la reducción en la actividad económica global pueda tener sobre el éxito de las negociaciones vinculadas al régimen climático mundial, que ya antes de la crisis de 2008 parecían encaminadas a un fracaso (Fondo Monetario Internacional, 2011).
- Desde el punto de vista de la América Latina y el Caribe, el diferimiento de las acciones encaminadas a atenuar el cambio climático no es una buena noticia para su desarrollo. Si bien la región contribuye poco al cambio climático, ésta recibe una gran parte de sus consecuencias adversas. Adicionalmente, el modelo de desarrollo prevaleciente en Latinoamérica ha profundizado su sesgo hacia la insostenibilidad, tanto en lo tecnológico como en el consumo de energía.
- La Cepal proyectó que sin acciones internacionales de mitigación, la América Latina y el Caribe podrían sufrir para fines del siglo pérdidas cuantiosas en el sector agrícola y en la biodiversidad, fuertes presiones sobre la infraestructura e incremento en la intensidad de eventos extremos (Comisión Económica para América Latina y el Caribe, 2010).
- Además se teme a las consecuencias de la difusión de políticas proteccionistas por parte de los países desarrollados, racionalizadas con el objetivo aparente de apoyar la lucha contra el calentamiento global. La aplicación de sobretasas arancelarias en función de la contribución del efecto invernadero, la necesidad

de adquirir derechos internacionales de emisión, la asignación a los productores nacionales de los llamados “subsidijs verdes”, la puesta en práctica de medidas contra el dumping y cláusulas de salvaguarda, son medidas que se hacen muy populares en momentos de recesión.

## **La redefinición de los organismos financieros internacionales**

- Las crisis recientes han servido para replantear una profunda reforma en la arquitectura de los organismos financieros internacionales. Está bastante difundida la idea, en medios académicos y políticos, de que el Fondo Monetario Internacional (FMI) debe pasar a ejercer nuevos roles en el sistema económico mundial: el de ser prestamista de última instancia, coordinador financiero y supervisor de los mercados financieros globales.
- La consolidación del papel del FMI como prestamista de última instancia sería un avance en el ordenamiento y gobernanza del sistema económico global. De tener éxito y ganar credibilidad frente a las economías emergentes, se podrían reducir los exagerados niveles actuales de las reservas internacionales y fondos soberanos que tienen un elevado costo de oportunidad para los países en desarrollo y contribuyen significativamente al desequilibrio en los flujos internacionales de bienes y capitales.
- Para el ejercicio de estas nuevas responsabilidades es fundamental que el FMI se perciba como una institución autónoma, lo que a su vez plantea la necesidad de cambios profundos en su estructura organizativa y de gobernanza que den mayor voz e incidencia en las decisiones del organismo a las economías emergentes y los países pobres. Esto supone: modificar radicalmente los mecanismos de toma de decisiones al interior de la institución y los métodos de selección de sus autoridades; aumentar significativamente los fondos disponibles para el monitoreo y la supervisión; aplicar más rigurosamente las políticas de condicionalidad en el aporte de los fondos, pero en un contexto de mayor transparencia y participación en la formulación y aplicación de las políticas (Luecke, 2009).
- El otro aspecto que se ha planteado como fundamental es el nuevo rol que debe desempeñar la banca multilateral (Banco Mundial-BM-, Banco Interamericano de Desarrollo-BID-, etc.) para apoyar y asesorar a los países expuestos a los riesgos de la crisis. De esta manera, se está proponiendo que estas organizaciones deben contribuir a que los países clientes puedan cumplir con los requisitos de elegibilidad que les permitan acceder a los programas del prestamista de última instancia: el FMI. Adicionalmente se requiere que en este nuevo marco se refuercen los programas de estas instituciones dirigidos a sostener el gasto público de los países con problemas, especialmente en aquellos rubros que suelen reducirse en los programas de ajuste: los proyectos que afectan a los sectores pobres y las generaciones futuras, y las inversiones que apoyan las reformas estructurales.

## Vulnerabilidades y prioridades de la política económica en América Latina

- A pesar de los avances macroeconómicos, aún prevalecen en la región factores que suponen importantes vulnerabilidades y que amenazan el crecimiento económico sostenido. Entre estos factores destacan:
  - ✓ El lento crecimiento de la productividad, resultado de la existencia de importantes fallas de mercado y la baja calidad de las instituciones, factores que inhiben la inversión y las innovaciones a largo plazo.
  - ✓ La mayor dependencia de las exportaciones de productos primarios, tendencia que se ha acentuado después de la crisis de 2008.En un horizonte de más corto plazo habría que resaltar la vulnerabilidad frente a:
  - ✓ La afluencia de capitales extranjeros de carácter especulativo.
  - ✓ La falta de control sobre la expansión del crédito interno.
  - ✓ El debilitamiento de las finanzas públicas con respecto a la situación pre-crisis.
  - ✓ La relevancia de la banca foránea, especialmente española, en los sistemas financieros locales.
- La profundización de la crisis europea y una desaceleración de la economía china y otros países del este de Asia, son eventos que se han venido haciendo más probables. Esto significa mayores riesgos de que los precios de las materias primas, los alimentos y los metales disminuyan significativamente. Por ello los gobiernos e instituciones de los países exportadores deberían diseñar nuevas políticas económicas e instrumentos financieros que le permitan manejar mejor estos posibles choques negativos, en condiciones bastante más desfavorables en comparación a 2008.
- Dada la vulnerabilidad a las fluctuaciones en el precio de las materias primas, es evidente que se requiere consolidar la adopción de reglas fiscales que verdaderamente restrinjan el crecimiento del gasto en los booms y permitan ahorrar el exceso con fines de estabilización durante las crisis.
- Así mismo es urgente disminuir los subsidios internos al consumo energético que son regresivos y distorsionan mucho la asignación de los recursos.
- Otro aspecto que ha estado llamando la atención de los analistas es la resistencia a desmontar las políticas fiscales y monetarias expansivas, una vez que se ha recuperado el crecimiento. Esta rigidez ha afectado la capacidad para restablecer los mecanismos amortiguadores, especialmente fiscales, que determinarían la calidad de nuevas políticas de ajuste en caso de que surjan nuevos choques severos que terminen afectando negativamente al comercio y las finanzas de la región. Además, el mantenimiento de las políticas expansivas más allá de lo requerido podría minar la reputación y los niveles de confianza en los gobiernos y las instituciones, especialmente en los bancos centrales (Powell, 2012)
- Es de destacar que si bien han habido importantes esfuerzos de integración latinoamericana, los flujos de comercio intrarregionales no se han modificado en forma notable a los que se tenían hace una década. Esta es una falla relevante que reduce las ventajas competitivas de la región y debilita la

capacidad de ajuste ante eventuales nuevas recesiones en los mercados mundiales.

- Cabe esperar, si el ambiente externo se torna desfavorable, que la atención de los problemas estructurales será diferida en aras de atender las prioridades de los ajustes de corto plazo. Así los temas vinculados a la baja productividad y elevada dependencia de la producción primaria recibirán menos atención por parte de los gestores de la política económica. Los organismos financieros multilaterales deberían diseñar sus programas de financiamiento con el objeto de minimizar estos efectos.
- La profundización de la crisis europea afectaría en forma directa a América Latina, especialmente por la vía de la conexión de los sistemas bancarios locales con los de la Zona Euro. Por ello la relevancia interna de los bancos europeos, sobre todo los españoles, es otro factor que los gobiernos de la región deben atender con prioridad. Si bien la mayoría de estos bancos se financian localmente y no dependen de los aportes desde sus casas matrices, no están exentos de los efectos de las medidas que apliquen los reguladores en los países de origen y que podrían implicar importantes restricciones al financiamiento. Además, los bancos europeos han dejado de ser compradores para transformarse en vendedores de activos en los mercados latinoamericanos, hecho que podría tener efectos muy perjudiciales si la crisis europea empeora.
- Las políticas macro-prudenciales (aumentos del encaje legal, limitaciones al endeudamiento externo con fines considerados inconvenientes, la fijación de requerimientos de capital más exigentes para ciertos tipos de préstamos, etc.) han sido útiles para proteger los tipos de cambios y evitar el surgimiento de burbujas especulativas, pero se ha advertido que estas medidas no pueden sustituir permanentemente las reformas estructurales requeridas para desarrollar y profundizar los mercados financieros locales.
- Como ya se mencionó, la flexibilidad del tipo de cambio es un instrumento básico de política económica que ha dado muestras de eficiencia en las crisis recientes. Pero es evidente que no todos los países pueden permitirse el manejo de un régimen de cambio flexible. Hay fuertes requerimientos institucionales que acompañan a un sistema de cambio flexible, en especial la autonomía, credibilidad y capacidad técnica del banco central y la confianza en la autoridad fiscal. Desarrollar estas capacidades institucionales es un tema clave en la agenda de reformas estructurales en América Latina.

## **Un tema final: Crisis y teoría económica**

- Más allá de las lecciones y dilemas de política económica, la discusión actual está erosionando las bases de las concepciones económicas predominantes en los últimos cuarenta años en el ámbito académico.
- El pensamiento económico dominante hasta hoy ha sido desarrollado sobre la creencia de que los mercados tienden necesariamente a la eficiencia, el equilibrio y la estabilidad, especialmente los mercados financieros. Todas estas creencias han sido amplia y profundamente cuestionadas desde 2008 ante la

evidente presencia de un conjunto de “fallas de mercado” trascendentales (Krugman, 2011; Guesnerie, 2012).

- Tres aspectos han sobresalido en la presente discusión teórica: los cambios imprevistos en el “sentimiento” de los mercados (el problema de los “animal spirits” planteado por Keynes); el deterioro de la confianza en el sistema financiero y la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros (en los términos planteados por Minsky); y el replanteo del rol de la política fiscal y monetaria en el manejo de las recesiones y las crisis (el retorno a las políticas de manejo de la demanda agregada versus las políticas centradas en el fomento de la oferta).
- En cuanto al tema de los cambios en el “sentimiento de los mercados”, la pregunta fundamental que está generando la controversia es si la política económica puede o no gestionar estos cambios imprevisibles en los sentimientos de los agentes.
- La pérdida de la confianza fue un factor detonador de la crisis de 2008 y está frenando la recuperación europea. Este asunto ha planteado en el plano teórico la siguiente pregunta: ¿qué teoría económica debe fundamentar las decisiones de política orientadas a restaurar la credibilidad en el sistema económico vigente? En el enfoque del pensamiento económico convencional, el factor que explica la pérdida de confianza en el sistema financiero es el problema de “azar moral”, el cual surge, esencialmente, como consecuencia de la protección de los consumidores y ahorristas con el objeto de evitar las crisis sistémicas. Desde esta perspectiva, la pérdida de confianza es el resultado inevitable de la conducta racional optimizadora de beneficios de quienes gestionan el sistema financiero, que terminan maximizando los riesgos y perjudicando el bienestar general. En consecuencia con esta visión, las respuestas óptimas de política económica, una vez conocidas las características de la crisis actual, deberían estar dirigidas a reducir el ámbito de acción de las instituciones financieras y generar una estructura de incentivos que induzcan a una conducta más responsable. Es decir, las políticas de corrección siguen estando formuladas en el marco de una teoría que supone unos agentes económicos racionales y maximizadores de una función objetivo determinada por la búsqueda del máximo beneficio individual. Frente a esta visión, se formulan nuevos planteamientos que se alejan considerablemente del axioma de los modelos basados en agentes que utilizan eficientemente la información y los recursos, enfocándose más bien en aspectos relacionados a la cultura corporativa y los mecanismos de gobernanza en las instituciones.
- El retorno a los planteamientos teóricos de Keynes, que rescatan el rol del comportamiento económico bajo incertidumbre, y de Minsky sobre la tendencia intrínseca de los mercados financieros a la inestabilidad, ponen en duda, con nuevos argumentos, las concepciones que han prevalecido en las últimas décadas en el mundo académico y, sobre todo, cuestionan el marco teórico básico que determina la manera como se suele modelar el comportamiento y la evaluación de los impactos de las políticas económicas. Esto, por cierto, no es poca cosa y ha dado lugar a plantear que la ciencia económica está experimentando, a su vez, una profunda crisis epistemológica (Dow, 2012).

- En síntesis la crisis de la teoría económica está replanteando viejos temas con nuevos ropajes. Los efectos plenos de esta discusión y su traducción en cambios en los proyectos de investigación y de política económica, de producirse, lo harán con rezago. Depende sobre todo de cómo permean las nuevas visiones dominantes en el mundo político.

## Referencias bibliográficas

- Ahrens, S. (2009). *Fiscal Responses to the Financial Crisis*. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- Banco Interamericano de Desarrollo. (2010). *The Aftermath of the Global Crisis Policy Lessons and Challenges Ahead for Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Publicaciones del Banco Interamericano de Desarrollo.
- Banco Mundial. (2011). *Global Economic Prospects: Navigating strong currents*. Washington: Publicaciones del Banco Mundial.
- Banco Mundial. (2011). *Multipolarity: The New Global Economy*. Washington: Publicaciones del Banco Mundial.
- Buiter, W. H. (2009). Lessons from the global financial crisis for regulators and supervisors. *25th anniversary Workshop " The Global Financial Crisis: Lessons and Outlook"*. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- Buiter, W. (2012). *The Role of Central Banks in Financial Stability: How Has It Changed?* Centre for Economic Policy Research, London.
- Busch, K. (2012). *¿Fracasará el Euro?* Friedrich Ebert Stiftung, Berlin.
- Claessens, S., Pazarbasioglu, C., Laeven, L., & Marc Dobler, F. (2011). *Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis* (Vol. IMF SDN/11/05). Washington,DC: International Monetary Fund.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2009). *Balance preliminar de las Economías de América latina y el Caribe 2009*. Santiago de Chile: Publicacion de las Naciones Unidas.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe. (2010). *La economía del cambio climático en América Latina y el Caribe*. Santiago de Chile: Publicaciones de la Cepal.
- Dow, S. C. (2012). *What Kind of Theory to Guide Reform and Restructuring?* Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking, Berlin.
- Fazzari, S. M. (2012). Does the Effectiveness of Fiscal Stimulus Depend on Economic Context? *Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking*. Berlin.
- Fondo Monetario Internacional. (2011). *Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial Crisis*. International Monetary Fund, Monetary and Capital Markets Department and Research Department, Washington.
- Fondo Monetario Internacional. (2009). *Las Américas: Se evitó la crisis ¿Qué sigue ahora?* New York: International Monetary Fund, Publication Services.

- Fondo Monetario Internacional. (2011). *Perspectivas Económicas Las Américas: Atentos al Sobrecalentamiento*. Washington, DC: Fondo Monetario Internacional, Estudios Económicos y Financieros.
- Guesnerie, R. (2012). *Economic Crisis, Crisis of Economic Theory?* Annual Conference of the Institute of New Economic Thinking, Berlin.
- Jaumotte, F. (diciembre de 2011). Cómo resolver las fallas en la UEM. *Finanzas & Desarrollo*, 40 - 42.
- Kiel Institute for the World Economy. (2009). *The Crisis and Beyond*. Kiel.
- Koo, R. C. (2012). *Revitalizing the Eurozone without Fiscal Union*. Annual Conference of the Institute of New Economic Thinking, Berlin.
- Krugman, P. (4 de 12 de 2011). *Matar al euro*. Obtenido de El País: [http://www.elpais.com/articulo/economia/Matar/euro/elpepieco/20111204elpepieco\\_2/Tes](http://www.elpais.com/articulo/economia/Matar/euro/elpepieco/20111204elpepieco_2/Tes)
- Krugman, P. (2011). The Profession and the Crisis. *Eastern Economic Journal* (37), 307–312.
- Kurtz, M. J., & Brooks, S. M. (2008). Embedding Neoliberal Reform in Latin America. *World Politics*, 60 (2), 231-280.
- Luecke, M. (2009). *IMF Reform in the Aftermath of the Global Financial Crisis: Let the IMF Speak Truth to Powe*. Kiel: Kiel Institute for the World Economy.
- Powell, A. (2012). *El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Powell, A. (2012). *El mundo de los senderos que se bifurcan: América Latina y el Caribe ante los riesgos económicos globales*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo.
- Rosales, O. (2009). La globalización y los nuevos escenarios del comercio internacional. (C. E. Latina, Ed.) *Revista de la Cepal* (97), 77-96.
- Stiglitz, J. (29 de december de 2009). *China Daily*. Obtenido de [http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2009-12/31/content\\_9249981.htm](http://www.chinadaily.com.cn/opinion/2009-12/31/content_9249981.htm)
- Stiglitz, J. E. (27 de 05 de 2012). *Después de la austeridad*. Obtenido de Project Syndicate: <http://www.project-syndicate.org>
- Voth, H.-J. (2012). The Austerity Trap: A Century of Unrest and Budget Cuts. *Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking*. Berlin.
- Walter, N. (2012). The Culprit of the Global Crisis – German Mercantilism! Berlin.