

Liberalización de los mercados financieros y las economías emergentes después de la crisis de 2007-2008

The liberalization of financial markets and emerging economies after the
2007-2008 crisis

Faruk Ülgen*

Resumen

Esta colaboración evalúa, a la luz de la crisis de 2007-2008, la importancia de las principales concepciones que ha venido sosteniendo directa o indirectamente, la liberalización financiera como condición estructural para el desarrollo económico. Desde esta perspectiva, se analizan la relación entre el proceso de desarrollo de los mercados financieros, las crisis de las economías de mercados emergentes y la actual crisis. En retrospectiva, parece que las crisis monetarias y financieras de los años 1980-2000, acaecidas durante el proceso de liberalización y apertura (integración internacional) en las economías emergentes no descansan, obviamente, sobre la fragilidad estructural que se atribuyen erróneamente al atraso. Esas crisis más bien podrían estar relacionadas de manera más certera con el funcionamiento de las economías liberalizadas. Esta afirmación se apoya en el supuesto de que la inestabilidad financiera es el resultado de los problemas endógenos de los sistemas económicos financiarizados y globalizados, más que al resultado natural de las dificultades de la transición de algunas economías hacia la denominada economía de mercado eficiente.

* Jefe del Campus Valencia, Facultad de Economía, University Grenoble Alpes, y Centre de Recherche en Economie de Grenoble (CREG). Ulgen.Faruk@upmf-grenoble.fr; Faruk.Ulgen@upmf-grenoble.fr; ulgenfa@gmail.com. Una versión previa de este trabajo fue publicada como "Le développement des marchés financiers et les crises: Quelles leçons pour les économies émergentes?", *Investigación Económica, Revista de la Facultad de Economía*, N° 5, Enero, 2013, pp. 281-310, Centro de Publicaciones Pontificia Universidad Católica del Ecuador (PUCE). Traducción del francés al español por Eugenia Correa.

Keywords: Desarrollo económico; economías emergentes; crisis financieras; desarrollo financiero; liberalización.

Clasificación JEL: F36 – G01 – G18 – O16

Abstract

This article seeks to assess, in light of the 2007-2008 crisis, the relevance of the main assertions that aim to support, directly or indirectly, financial liberalization as a required structural condition for economic development. From this perspective, links among the process of development of financial markets, emerging market economies' crises and the ongoing crisis are studied. With hindsight, it seems that the monetary and financial crises of the 1980s—2000s during the process of liberalization and opening up (international integration) in emerging economies do not obviously rest on the structural fragilities that would lie in their backwardness. Those crises could rather be related in a relevant way to the functioning of liberalized economies. This assertion is supported by the assumption that financial instabilities are the result of endogenous problems of financialized and globalized economic systems more than the natural outcome of the difficulties of transition of some economies towards the so-called efficient market economy.

Keywords: Economic development; emerging economies; financial crisis; financial development; liberalization

JEL Classification: F36 – G01 – G18 – O16

Introducción

Este artículo estudiará las relaciones entre el proceso de desarrollo de los mercados financieros, las crisis en las economías emergentes de mercado (EE) y la crisis de las finanzas globalizadas de 2007-2008. En esta perspectiva, se cuestiona la definición actual de desarrollo financiero y evalúa la pertinencia de los principales argumentos analíticos que buscan promover, directa o indirectamente, la liberalización financiera y la presentan

como una condición estructural *sine qua non* del desarrollo económico.¹

Las diferentes crisis que las EE han conocido en las tres últimas décadas² se les refieren a menudo como crisis de transición, es decir, como procedentes de las dificultades de cambiar de un sistema económico y financiero estatizado y subdesarrollado hacia un sistema liberalizado y abierto (economía de mercado). Los argumentos ofrecidos en esa dirección están fundados en la hipótesis de que los mecanismos de mercado son doblemente eficaces;³ estos permiten a los agentes privados individuales realizar sus programas de maximización de manera eficaz sin la planificación centralizada y le permiten al conjunto de la sociedad alcanzar un estado óptimo llamado de Pareto. Aplicado al caso de los países de EE y con el apoyo de los modelos de la represión financiera de los años sesenta y setenta, estos argumentos son utilizados para orientar a los países de EE hacia una integración financiera internacional acelerada a partir de los años ochenta. El desarrollo de los sistemas financieros, entendidos en el sentido de mercados desregulados, es entonces considerado como una prerrogativa dentro del proceso de integración financiera. Esta visión sostiene que el desarrollo financiero y el crecimiento económico están positivamente relacionados, el primero debe implicar al segundo dentro de plazos más o menos largos. En

¹ El objetivo de este trabajo no es presentar un estudio de caso por caso sobre una u otra economía emergente, sino considerar globalmente los argumentos subyacentes en el discurso económico liberal en materia de ajuste macroeconómico y de desarrollo económico.

² Como las crisis de México, Brasil, Argentina, Turquía, países del sureste de Asia, etc. La lista es larga y se han presentado numerosos trabajos con estudios estadísticos estandarizados sobre los diferentes casos; además se han propuesto tipologías de clasificación por naturaleza, grado, tipo, etc. Al respecto pueden verse los trabajos de Honohan y Leaven (2005) y Klein y Shabbir (2006).

³ Que son los dos teoremas de la economía del bienestar de los modelos de equilibrios tipo Arrow-Debreu.

efecto, se supuso que la liberalización de la cuenta de capitales debería estimular el crecimiento económico en la medida en que fuese intensificada la competencia entre los bancos, favoreciendo la importación de servicios financieros eficaces y así acelerar el desarrollo de mecanismos eficaces de financiamiento de la economía.

Aún así, la recurrencia de múltiples crisis bancarias, financieras y cambiarias dentro de los países de EE entre 1980-2000 provocó fuertes cuestionamientos sobre el fundamento de las reformas, especialmente en aquello que tiene que ver con el papel de las instituciones y la pertinencia de las reformas de liberalización y de apertura de los mercados bancarios y financieros con relación a las características particulares de las economías.

Es oportuno reconsiderar nuestro análisis y también los modelos de liberalización, a la luz de la crisis económica de 2007-2008. Puesto que esta crisis estalla como una crisis financiera en Estados Unidos (US) e Inglaterra, pero se extiende enseguida sobre la Unión Europea (UE) bajo la forma de crisis de las finanzas públicas, pero también del crecimiento económico, y muy rápidamente hacia los países de EE bajo la forma de lento crecimiento mundial. Tal vez pronto, se incorpore nuevamente al análisis los procesos de la fuga de capitales bajo el peso de la incertidumbre y los crecientes desequilibrios mundiales. En efecto, los orígenes de la crisis actual están vinculados principalmente al funcionamiento de los mercados financieros desarrollados y su excepcional amplitud global, lo que ha hecho inminente la necesidad de reexaminar los modelos analíticos que han estado dando fundamento a las reformas monetarias y financieras seguidas en los países de EE.

Desde este punto de vista, parece más que necesario y legítimo dibujar algunas lecciones fundamentales de la crisis actual, sobre

el alcance y las trampas de la doctrina financiera liberal, en vías de repensar, de manera alternativa, las inestabilidades observadas en los países de EE durante las décadas que precedieron a la crisis 2007-2008.

Así, la 1ª sección ofrece una síntesis de los fundamentos conceptuales de las reformas de liberalización y del desarrollo de los mercados financieros y estudia el significado del desarrollo financiero y las relaciones que se supuso entre éste último y la eficacia y el crecimiento económico. La 2ª sección trata de las transformaciones estructurales en los procesos de liberalización de las economías emergentes y recuerda las oposiciones acerca de la formación de instituciones adecuadas dentro del proceso de desarrollo así como el papel crucial que éstas tienen en la evolución económica. La 3ª sección subraya que a partir de los años ochenta, las prácticas conforme a las recomendaciones de la visión liberal fueron adoptadas en gran parte de las economías y se permitieron cambios en las estructuras regulatorias a favor de los mecanismos privados de evaluación microeconómica y descentralizada, lo que redujo considerablemente la eficacia de los mecanismos de supervisión prudencial de los mercados financieros. Tras la observación de los resultados de más de treinta años del proceso de liberalización financiera por todo el mundo, se señalan los límites del funcionamiento eficaz de los mercados débilmente regulados. De ello se desprende que el papel positivo del desarrollo financieros (principalmente entendido como la liberalización de los mercados financieros) sobre el crecimiento y el desarrollo económico es más que cuestionable, puesto que ese desarrollo financiero conduce tarde o temprano a inestabilidades macroeconómicas llevándose todo el efecto positivo anterior del proceso, siendo que el desarrollo implica un proceso de mejoramiento durable de las condiciones de vida de la población.

El principal resultado de este estudio es que las crisis monetarias y financieras no tienen su origen principal en el rezago del desarrollo, sino en las modalidades de funcionamiento de las economías cada vez más liberalizadas. En efecto, las inestabilidades financieras aparecieron como el resultado del “mal funcionamiento” endógeno a los sistemas financieros desregulados (o regulado a la manera liberal) que imponen dificultades específicas a las economías emergentes.

Liberalización, apertura y eficiencia: desarrollo financieros y crecimiento

Las crisis bancarias, financieras y cambiarias de los países de EE desde finales de los años setenta, a menudo relacionadas con dificultades macroeconómicas, son habitualmente interpretadas como crisis de transición de los sistemas financieros subdesarrollados. Los fundamentos teóricos de esta interpretación residen principalmente en dos tipos de argumentos. El primero es normativo y es identificado por la estructura de los modelos de competencia de equilibrio que son utilizados como referencia analítica: los mecanismos de mercado son eficientes para asegurar convincentemente todo el proceso de crecimiento deseado. El segundo argumento es más positivo y está ligado a los resultados de los modelos de represión financiera de los años 1960-1979: el control estático y restrictivo de los mercados financieros (tasa de interés, oferta de ahorro, etc.) resultando en una utilización subeficiente de los recursos disponibles para el financiamiento. A partir de estas ideas se construyen afirmaciones sobre las relaciones entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico. La caracterización del desarrollo financiero es primordial para tener una “hoja de ruta” para las reformas que deben realizarse dentro de las EE, en la búsqueda de un ajuste

macroeconómico general y de un mejoramiento de las condiciones de financiamiento de sus procesos de desarrollo.

Los enfoques neoclásicos y el nuevo clasicismo, que constituyen los principales referentes conceptuales de esta visión, son construcciones sin la presencia del dinero, en las cuales el dinero aparece principalmente bajo la bien conocida imagen de velo monetario que no añade nada a los fenómenos reales que, bajo el régimen de libre competencia en economía deben de conducir a un equilibrio competitivo socialmente óptimo. En ese esquema el financiamiento de la economía, se supone, se efectúa en los mercados financieros que cumplen de manera eficiente con la asignación de fondos prestables entre los agentes con capacidad de financiamiento y los agentes con necesidad de financiamiento. En esos mercados libres, la igualación de la oferta (ahorro) y la demanda (inversión)⁴ a través de la tasas de interés se traduce en la colocación eficiente de recursos de financiamiento disponible en la utilización óptima. El mercado financiero es considerado, por consecuencia, como un mercado normal de un bien o servicio común, como no importa ese o aquel mercado, en tanto que las reglas de su funcionamiento no deben diferir de aquellas que existen en los mercados de otros bienes y servicios. Después de todo, se ha creído que los mercados de tomate, de computadoras, de salud, e incluso del trabajo funcionarían eficientemente si están libres de toda intervención pública. ¿Por qué no puede esperarse que los mecanismos de mercado conduzcan al óptimo social en el sector financiero?⁵ El tema crucial de la coordinación entre los

⁴ Oferta y demanda que emana de los individuos privados y separados que están buscando satisfacer sus intereses personales.

⁵ Para un enfoque alternativo del dinero en la economía desde una visión keynesiana, puede verse entre otros autores, Ülgen (2013^a). En este tipo de investigación alternativa también se puede encontrar una importante relación con el enfoque schumpeteriano como lo sostiene Ülgen (2003).

intereses de los particulares y una compañía privada se supone que encuentra una respuesta pertinente dentro de los mecanismos de mercado, a pesar de las dificultades que antes se destacaron y que no han sido resueltas. Esta problemática fue parte de los debates que se desarrollaron sobre la planificación versus el liberalismo en los años veinte (Ülgen, 2007).

Las dificultades monetarias y financieras observadas dentro de los países de EE son así explicadas principalmente por el estado de subdesarrollo de los mercados, y especialmente, de los mercados financieros. La condición de subdesarrollo se supone se debe a la represión financiera, es decir, a las estructuras no liberalizadas de esas economías. De ahí que la solución inmediata parece ser el establecimiento de mecanismos de mercado abierto y liberalización que deberían conducir al crecimiento y al desarrollo.⁶ Esta interpretación está fundamentalmente basada en la idea de que un mercado financiero eficiente es un mercado libre (poco restringido en el plano institucional) que no debe ser obstaculizado por la intervención pública. En efecto, a partir de los años ochenta, la liberalización se abrió, y públicamente se consideró como la condición necesaria del desarrollo financiero y de la integración internacional, no solamente por los enfoques teóricos del tipo de los Nuevos Clásicos (y en cierta medida, también por los Nuevos Keynesianos), sino también por las autoridades políticas y por los

⁶ Sobre este tema, no hay ninguna prueba convincente (tanto en sistemas de equilibrio general o parcial) que pudieran mostrar que en un óptimo de Pareto (socialmente óptimo) la situación de equilibrio de mercado descentralizado (a través de mecanismo de precios de mercado), podría también producir un bienestar general en constante crecimiento. La razón principal de esto es que el equilibrio general que se alcanza a través de un análisis estático y el crecimiento no puede ser concebidos sin algunas hipótesis ad hoc que reduzca el alcance de tales modelos. Con respecto a los modelos de equilibrio parcial, el crecimiento se apoya principalmente en una hipótesis tipo Solow (que necesitan factores externos como la tecnología viniendo del cielo o de la demografía viniendo de la naturaleza humana, es decir, fenómenos "deus ex machina"), para hablar sobre el crecimiento. Cuando se utilizan los modelos de crecimiento endógeno neoclásicos, se hace evidente que esos modelos utilizan las mismas hipótesis que los modelos neoclásicos estándar y tienen también factores externos para poder hablar de la dinámica económica y del crecimiento.

programas de ajuste del Fondo Monetario Internacional (FMI), sugeridas a los países con desequilibrios en sus cuentas externas. Por lo tanto una primera relación se establece entre el desarrollo financiero y la apertura de la cuenta de capitales (Chinn e Ito, 2005). Esta es seguida de una segunda afirmación sobre la relación entre el desarrollo financieros y el crecimiento económico, (Bekaert et. al. 2005) puesto que la liberalización de la cuenta de capital debería de estimular la competencia y favorecer la eficiencia de los servicios financieros reforzando los medios óptimos de financiamiento del crecimiento económico. Los modelos de intermediación financiera sostienen, como en la línea de los trabajos pioneros de Goldsmith, McKinnon y Shaw de los años 1960-1970, que los mercados financieros liberalizados son mercados cada vez más competitivos, lo que debería de crear incentivos para que los bancos mejoren sus actividades a través de numerosas innovaciones. Así, una competencia más fuerte sobre mercados abiertos debería reforzar las posibilidades de desarrollo económico. Como Rajan y Zingales (2000) sostienen que el grado de apertura de una economía determina el nivel de desarrollo de su sistema financiero, aumentando la competencia (nacional e internacional) dentro del sector financiero.

En los numerosos trabajos referidos y analizados en Úlgen (2013b) sobre la intermediación financiera y sobre la evolución de los mercados financieros, se afirma que la intermediación financiera estimula el crecimiento económico reforzando la eficiencia de la colocación de los mercados y aumentando la tasa de acumulación de capital productivo. El desarrollo de los mercados financieros se supone que estimula el crecimiento económico alentando la formación del ahorro y canalizándolo hacia las inversiones productivas (poco líquidas) a expensas de inversiones menos productivas (más líquidas y entonces a priori más atractivas para

los inversionistas financieros). Uno de los argumentos que se plantean en ese sentido es que las estructuras de intermediación financiera desarrolladas pueden corregir la asimetría de la información entre inversores y deudores potenciales y permite, así, a los prestatarios minimizar los costos de control de sus decisiones ajustando sus carteras de inversión a las características de los adeudos productivos mejor de lo que podrían hacer los prestatarios individuales imperfectamente informados sobre las características de los proyectos (OECD, 2009). Los intermediarios financieros, incluidos los bancos, se convierten entonces en los especialistas en la producción de una información particular en los mercados del crédito, pero también en el mercado de emisión de activos financieros. Ellos intervienen en la canalización de ahorro hacia las inversiones productivas reduciendo los problemas de riesgo moral (información imperfecta de los prestatarios individuales sobre los compromisos de los prestatarios) y la selección adversa (información incompleta de los prestatarios individuales sobre la naturaleza y las características intrínsecas de los proyectos a financiar).

Das (2004) afirma que la volatilidad financiera se reduce en el periodo posterior a la liberalización y la apertura de los mercados en las EE. La posición de Papaioannou (2009) es ligeramente más ambigua puesto que el autor supone que la liberalización aumenta la entrada de capitales y el nivel de inversión y ello puede generar también crecimiento con la condición de que las economías sean dotadas de instituciones sólidas, de mercados financieros desarrollados y de un nivel de ingreso inicialmente elevado. Pero la OECD (2009) sostiene abiertamente que, incluso después de la crisis de 2007-2008, la crisis actual no se debe a las fallas de los mercados o a la competencia, sino a fallas en el sistema de regulación de los mercados financieros. Dentro de esta misma línea de planteamientos, Ceballos, Didier y Schmukler (2014:1)

sostienen que las condiciones de funcionamiento de la economías en desarrollo están mejorando después de las reformas de liberalización: “Desde los años noventa, los sistemas financieros alrededor del mundo, y especialmente aquellos de los países en desarrollo han ganado en solidez, profundidad y diversidad, impulsado en parte por una serie de reformas en el sector financiero y macroeconómicas dedicadas al fomento de una economía conducida por el mercado en la que las finanzas tienen un papel central que jugar.”

Estas afirmaciones hacen necesario identificar que es lo que se entiende en la literatura por desarrollo financiero. Aunque no existe una definición precisa y suficientemente admitida por un significativo número de autores, es posible elaborar una a partir de diferentes elementos contenidos en las aseveraciones actuales encontradas en la literatura en los últimos decenios y que son relativamente fieles a los principios teóricos y políticos del actual pensamiento que está detrás de las investigaciones del tema. En esta perspectiva podemos señalar, por ejemplo, la definición dada por Dorrucci et.al. (2009:19) del desarrollo financiero: “Un mercado financiero doméstico es desarrollado cuando está formado por un complejo de mercados en donde: (i) un precio de equilibrio es determinado para cada activo en cada Estado del mundo; (ii) los activos están disponibles y protegidos contra choques adversos, y (iii) otras importantes características complementarias para su integridad, tales como la transparencia que reduzca los problemas de información asimétrica, competencia y Estado de derecho.” Se subraya muy bien en ella la hipótesis de un modelo de equilibrio competitivo (mercados completos, precio de equilibrio, posibilidad de cobertura contra eventuales choques adversos, transparencia en la información, competencia, etc., todo

aquello que se supone compone un mercado eficiente a la manera de la norma neoclásica, está perfectamente reunido.

Por otra parte Hartmann, et. al. (2007) define el desarrollo financiero como el proceso de innovación financiera y de mejoras organizativas del sistema financiero, capaces de reducir la asimetría de la información y aumentar la integridad de los mercados para aumentar el volumen de las transacciones y la competencia y reduciendo los costos de transacción.

Dentro de ese conjunto es posible reducir la definición de desarrollo de los mercados financieros a criterios genéricos que engloban las condiciones enunciadas antes. Estos criterios son la profundidad, la amplitud y la liquidez de los mercados. La profundidad se refiere a la variedad de productos financieros. Ella supone se asegura gracias a la innovación financiera cuyos resultados deberían ofrecer nuevos productos, nuevos procesos y nuevas modalidades de organización de las transacciones financieras. Se subraya que las innovaciones dependen del grado de libertad, de apertura y de la concurrencia de los mercados. La amplitud concierne al volumen de las transacciones realizadas y el número de actores que intervienen en los mercados. Ella, también, está ligada a la apertura de los mercados, a la competencia y al descenso de las barreras a la entrada (flexibilizando el marco jurídico que regula las condiciones de entrada y de apertura de nuevos establecimientos en los mercados bancarios y financieros). La liquidez se refiere a la capacidad de los mercados de colocar un volumen importante de operaciones sin restricción cuantitativa o regulatoria sobre los montos que circulan dentro de las transacciones. Ella es en parte dependiente de las políticas monetarias y financieras de las autoridades que deben acompañar positivamente al crecimiento, dada la importancia del financiamiento de la economía por el mercado. Esta es la “economía conducida por el

mercado en la que las finanzas juegan un papel central”, antes citada. Las finanzas tienen el papel de canalizar de una manera eficiente y efectiva los ahorros hacia las inversiones más eficientes. Esta capacidad se mide a través de tres dimensiones del mercado financiero: las instituciones y normas que gobiernan el mercado; el tamaño del mercado, la diversidad de productos y de procesos disponibles y la facilidad de acceso de los agentes al mercado; el desempeño del sistema financiero en términos de liquidez, eficiencia del sistema bancario y grado de implicación del sector privado en relación al peso de las autoridades públicas.

Sin embargo, dos cuestiones están fuera del argumento en general. La primera es: ¿qué es lo que se entiende por instituciones, y más precisamente, por instituciones adecuadas, necesarias para una reforma exitosa. La segunda cuestión se refiere a la relación entre la apertura de los mercados, el papel de las innovaciones financieras y la (in)estabilidad financiera. Estas cuestiones esenciales deben ser aclaradas a la vista de la complejidad de las crisis financieras y sobre todo dentro de la perspectiva de la crisis actual. En efecto, la observación de las crisis recurrentes dentro de las economías emergentes y de la crisis actual que sacude fuertemente a las economías de mercado desarrolladas, cuestiona la pertinencia de las reformas para el desarrollo financiero y coloca su análisis en relación a las estructuras específicas y a las características particulares de cada economía considerada.

Transformaciones estructurales, instituciones y desarrollo financiero

Después de numerosas crisis recurrentes en los países de EE, y por ello bajo la administración “técnica” del FMI durante los años

1980-2000, hoy en día se admite de manera general que no existe un modelo único de reforma; cada economía es susceptible de tener dificultades particulares en función de características estructurales propias. Sin embargo, esta afirmación no permite evaluar la pertinencia de las políticas de liberalización que se siguieron a partir de los años ochenta en el mundo, sino solamente relativizar el aporte de los programas de reformas presentados como la panacea para el desarrollo económico.

El estudio de la transición de las economías emergentes hacia economías de mercado consiste en identificar de una manera más general las modalidades de transformación institucional de esas economías hacia economías de mercado. Un caso particular de esta problemática concierne a las transformaciones, especialmente la desregulación, sobre los mercados bancarios y financieros. Este aparece habitualmente como cuestionamiento sobre la infraestructura institucional que debe acompañar al sistema financiero en esta transición hacia los mecanismos de mercado liberalizado. En el análisis de los mecanismos necesarios para una transición exitosa, hay dos visiones opuestas, la terapia de choque y la aproximación gradual, a través de la pregunta de si las instituciones deben poder emerger a través de la sola fuerza de los mercados liberalizados (Rapaczynski, 1996) o si ellas deben estar soportadas por los modelos de intervención en función de los objetivos preestablecidos y dirigidos (Olson, 2000).

La terapia de choque estimula a que las instituciones sean, en la mayor parte de los casos, producto de las fuerzas del mercado más que el resultado de políticas autoritarias. En la línea de aproximación hayekiana, la estructura institucional eficiente y adecuada debería emerger como el resultado de la concurrencia y de los intercambios voluntarios, en los que el esquema puede ser resumido por el tríptico “estabilización-liberalización-

privatización”. Se considera que los cambios debe apoyarse en los mecanismos de mercado, que se suponen capaces de modificar las instituciones sin necesidad de intervenciones gubernamentales (Schröder, 2000). Los mecanismos de la competencia están entendidos, así, como procesos de experimentación a través de las informaciones y los conocimientos nuevos, que toman la forma de nuevos arreglos y organizaciones institucionales, diseminados espontáneamente dentro del conjunto de la sociedad.

Haciéndose pasar como una alternativa teórica y política, la aproximación gradualista afirma que toda transición requiere de un hilo conductor que es principalmente el Estado (Arrow, 2000) y que la emergencia de instituciones depende de las acciones colectivas conscientes y voluntarias (Kregel, et.al. 1992). North (2000) define la estructura económica y política de un país como un complejo de reglas, normas, convenciones y creencias de comportamiento que ordenan una sociedad dada. Se subraya que no es posible considerar un mercado eficiente si no se estructura por los actores en vistas de obtener el resultado esperado y que una estructura así no puede obtenerse en ausencia de un gobierno. El enfoque gradualista centra la atención sobre las fallas de los mercados no regulados y subraya el papel determinante del Estado (Lavigne, 2000). La mano invisible del mercado deja su lugar a una mano visible de instituciones que deben evaluar y verificar, durante el proceso de transición, los límites a las reformas a la luz de los objetivos de transformación. El Estado y las estructuras fuera del mercado deben de jugar un papel de impulsores de la transformación de la infraestructura institucional. Estudiando el “modelo chino” de desarrollo actual, Stiglitz (2008) subraya que el objetivo en una economía de mercado abierta podría ser alcanzado con menos consecuencias negativas dependiendo de las estructuras específicas de los países considerados. La estabilidad financiera

aparece como una condición *sine qua non* de la transición y, por ello, del crecimiento económico. Analizando la crisis argentina y turca de principios del siglo XXI, Eichengreen sostiene que “La promoción de una política de desarrollo financiero requiere, entre otros ingredientes, de reforzar el control prudencial, los derechos de los accionistas, la autoridad de la ley y de la política macroeconómica” (2003, p. 62).

El establecimiento de un entorno adecuado, necesario para asegurar la confianza y la participación del público dentro de las reformas, revela por consecuencia la forma de un bien público. La confianza no puede ser garantizada solamente por la ley; ella requiere del desarrollo de prácticas y hábitos que determinan su dominio y la duración de su validez. La confianza no es el fruto de un mecanismo competitivo ni de un orden espontáneo sino el resultado de un largo y colectivo proceso (Furubotn, 2000). Las instituciones conforman el cuadro general dentro de las que los diferentes actores públicos y privados pueden intervenir dentro de la economía y emprender las diferentes actividades deseadas. Este marco general se establece en las reglas que identifican los mecanismos de incentivos y las restricciones sobre las acciones de los agentes en la sociedad (Acemoglu et.al., 2005). Son las reglas escritas y/o tácitas relativas a la propiedad privada, las relaciones organizacionales, el papel de los poderes públicos, etc., que son puntos de referencia que permiten a los componentes de la sociedad actuar con menos ambigüedad, también por lo que se refiere a la incertidumbre sobre el futuro y las posibles reacciones de los agentes dentro de la economía.

La doctrina liberal sobre el desarrollo económico tras el Consenso de Washington son los trabajos de Belassa et.al. (1986) y de Williamson (1990), y entendida como la aceptación de la optimización por los mecanismos del mercado y la necesidad del

retiro del Estado y de las regulaciones para el mejoramiento de las estructuras económicas, lo que provocó, en los años ochenta y noventa, una ola de liberalización comercial y financiera en los países de EE, tomando cuerpo las fuerzas de transformación estructural. El sector bancario y financiero ha sido de los primeros espacios en los que la transformación fue puesta en marcha. Sin embargo, las transformaciones han dado resultados mixtos, permaneciendo la cuestión de la coherencia de los programas seguidos, tanto en lo que toca a la velocidad de su aplicación, como en lo que concierne a los campos en los que éstas han sido puestas en práctica. Las reformas han provocado diferentes movimientos de innovación, exponiendo súbitamente a los bancos a nuevas prácticas en los mercados de deuda pública, en el inmobiliario y en el de productos derivados, en tanto que el número de establecimientos capaces de competir de una manera rentables como verdaderos actores globales en general se reducen y colocan a los sistemas nacionales bajo presión. Así, el poder creciente de los flujos financieros en el corto plazo tomaron el control sobre las decisiones de los actores en el mercado, en tanto que a los bancos se les fue empujando a privilegiar las inversiones de cartera a expensas de las inversiones de largo plazo, lo que engendró una serie de problemas para la eficiencia del sistema de crédito (un ejemplo extremo de ellos es la crisis financiera actual).

Pero en los años ochenta, autores como Díaz (1985) subrayaron las consecuencias paradójicas que permitieron, tal vez, remover el ambiente regulado de los mercados financieros (good bye financial repression) pero que implicaron una tendencia crucial en términos de una pronunciada inestabilidad financiera (hello financial chash). Muchos críticos emergieron contra la relevancia de los 10 mandamientos y el subyacente consenso, según la síntesis ofrecida por Williamson (para un resumen de los argumentos críticos de los

moderados, puede verse Serra y Stiglitz, 2008). En una óptica similar, Broner y Ventura (2011) subrayan que dentro del proceso de liberalización, los países de EE deberán controlar más estrictamente los mercados y las operaciones financieras, cuando se está en una etapa todavía no avanzada de desarrollo financiero (sus mercados no son todavía, suficientemente profundos, por ejemplo), ellos deben hacer frente a la súbita salida de capitales y a la carga de la deuda externa denominada en moneda extranjera.

Paralelamente a estas dudas, el inicio de la gran crisis 2007-08 en las economías avanzadas permitió desplazar la atención hacia la naturaleza sistémica de las inestabilidades ligadas al contexto liberal y no limitarlas a las fragilidades específicas de los países de EE. Quedo claro que las crisis financieras no son ni propias ni específicas a las EE ni son crisis de transición de economías dirigidas hacia el mercado. Desde este punto de vista, las lecciones que se pueden obtener de los resultados de más de treinta años de procesos de liberalización financiera deben poder subrayar los límites de funcionamiento eficiente de los mercados débilmente regulados. También, la afirmación según la cual el desarrollo financiero, entendido en el sentido habitual presentado aquí, debería ser puesto en cuestionamiento en la medida en que el desarrollo financiero parece llevar tarde o temprano a inestabilidades macroeconómicas sistémicas y crecientes, mientras que el término “desarrollo” sea medido revirtiéndole en un sentido positivo sobre sus efectos sobre la economía. La principal consecuencia de un ejercicio de lógica como ese es la necesidad de revertir los fundamentos y orientaciones de las políticas monetarias, y financieras en particular, y de las políticas de desarrollo en general.

Inestabilidad financiera como asunto del sistema “desarrollo financiero” y no del nivel de desarrollo.

A partir de los años ochenta, el proceso de desarrollo financiero tanto en los países de EE como en las economías avanzadas, siguió abiertamente la doctrina liberal de los mercados eficientes y de la negativa intervención/organización pública. La ola de apertura y liberalización de los mercados bancarios y financieros permitió modificar las estructuras regulatorias a favor de los mecanismos privados de evaluación microeconómica y descentralizada. Por definición, una vez que la hipótesis de mercados financieros completos y eficientes es admitida, los temas de iliquidez, de insolvencia no pueden más que ser puestos en términos de riesgos individuales y de choques exógenos. Se supone que los mercados libres contienen los mecanismos autorreguladores a través de los precios que producen la información necesaria y suficiente y la orientación eficiente al comportamiento de los actores privados y de los mercados descentralizados sobre toda forma de regulación colectiva (Ülgen, 2011^a).

Sería suficiente establecer un marco legal apropiado al instalar nuevas instituciones pro-mercado ligadas a los sistemas de incentivos, funcionando sobre reglas de gestión transparente (disclosure) de las informaciones sobre los productos y las cuentas financieras. Por este medio, la disciplina del mercado vis a vis los riesgos deberían incitar a las diferentes partes a una mayor responsabilidad bajo la pena de sanciones por las reacciones de los precios precibidos por los mercados. En ese mismo sentido, Barth, et.al. (2006) afirma que una regulación represiva, fundada sobre fuertes restricciones sobre las actividades bancarias, no proveería una estabilidad mayor a las formas más liberales. A través de una confusión destacada entre el riesgo individual y el riesgo sistémico

(Ülgen, 2014) las prácticas micro-prudenciales reemplazan las regulaciones tradicionales de vigilancia macro-prudencial. Esta dinámica debería aumentar la competencia sobre los mercados financieros, ya que los bancos se orientan hacia la innovación para hacer frente a la nueva competencia o de explotar nuevas oportunidades, lo que debería aumentar en su turno la eficiencia del mercado y reducir los costos de intermediación. El regreso de la fuerza de los mecanismos de mercados desregulados engendra transformaciones de las estructuras de financiamiento de las economías que dependen de modelos de financiamiento tradicionales que están soportados por relaciones durables y únicas entre los banqueros y las empresas. El pasaje de la banca tradicional a la banca transaccional (o de inversión financiera) provoca un enorme aumento de las actividades bancarias fuera de las hojas de balance. Los bancos intervienen activamente en la emisión de títulos de las sociedades sobre los mercados financieros y desarrollan también productos específicos independientemente de las actividades de las empresas industriales. Los procesos de titulización ganan también importancia dentro de las actividades de los mercados financieros y contribuyen a la orientación de los riesgos hacia un sistema bancario paralelo (shadow banking) a través de préstamos muy apalancados (Coval, et.al. 2009).

Numerosas consecuencias sistémicas surgieron. Las innovaciones bancarias y financieras permiten aumentar la elasticidad de la oferta en la medida en que las operaciones de titulización ofrecen a los prestamistas y a los prestatarios la posibilidad de combinar diferentes tipos de disponibilidades con diferentes tipos de necesidades, permitiendo una mayor diversificación individual de los riesgos asociados. La mayor parte de las innovaciones (por ejemplo, las operaciones swaps y las operaciones fuera de balance) tienden hacia una diversificación y cobertura micro-económica de los riesgos de tasa de interés y de tipo de cambio aumentando la

elasticidad de la oferta sobre los mercados financieros. El desarrollo de los fondos de pensión y de los fondos de inversión, tiene también la posibilidad de invertir en el corto plazo en bonos del Tesoro y en papel comercial, dando a los inversionistas una mayor flexibilidad en la utilización de sus disponibilidades.

Sin embargo, la fragilidad financiera de carácter sistémica aumenta también en la medida en la que los productos y los procesos de la innovación están orientados hacia operaciones poco reguladas en el plano macroeconómico; los bancos tienden a tener menos provisiones de capital para los riesgos que ellos realmente asumen. Los riesgos cada vez son más elevados y son rápidamente transferidos hacia los diferentes inversionistas (incluso a los propios bancos) que están en la búsqueda de rendimientos elevados a corto plazo sobre los activos financieros de toda naturaleza. Esta expansión de los mercados está acompañada por el acceso de un creciente número de agentes más y más importantes (incluidos los hogares de bajos ingresos) y por numerosas posibilidades de gestionar individualmente los ajustes necesarios a las carteras en el plano microeconómico, pero su precio es una acumulación de posiciones abiertas explosivas incontrolables y en el plano macroeconómico no controladas. Esos cambios se supone aumentan la eficiencia en la colocación de los mercados, se acompañan por los fenómenos de ceguera y disonancia cognoscitiva (Ülgen, 2011b). En efecto, con la expansión financiera, la flexibilidad de los pasivos aumenta, buscando realizar ganancias especulativas sustanciales, que se alimentan de la esperanza de realizar amplia ganancias, y dando la impresión de poder hacerles frente a los compromisos. Paralelamente, Al-Darwish et. at. (2011) subrayó que en los mercados financieros liberalizados e innovados, las interconexiones fuertes y complejas se crean entre diferentes compartimentos y estableci-

mientos que se revelan a menudo opacas y más allá de la capacidad analítica de los agentes individuales implicados indirectamente. Estas interconexiones dan la impresión de una más grande eficiencia dentro de la utilización de los fondos prestables en la economía, pero ella contiene al mismo tiempo los gérmenes de un contagio a nivel sistémico, contagio que se sitúa fuera de la puerta de los individuos y de los establecimientos financieros. En efecto, la estabilidad macroeconómica no se encuentra dentro de su campo de acción, aunque está implicada, sus componentes afectan permanentemente la evolución macroeconómica. Al mismo tiempo, los desequilibrios macroeconómicos aumentan los efectos potenciales, que un regreso de las anticipaciones que los mercados podrían tener sobre las situaciones individuales independientemente del estado de solvencia de las unidades microeconómicas.

En el caso de los países de EE, Prasad, Rajan y Subramanian (2006), muestran la paradoja de la apertura financiera y del crecimiento; contrario a la creencia de una correlación positiva entre crecimiento y apertura en las economías maduras, mientras que en las economías emergentes la relación suele ser negativa. Por igual Daniel y Jones (2007) subrayan que la liberalización financiera conduce a menudo a crisis financieras. Mientras que el sistema bancario que se supone bien estructurado, la liberalización tendrá rápido crecimiento, pero seguido de un aumento de riesgos. Se subraya también que la apertura de la cuenta de capitales no es necesariamente portadora de desarrollo económico. En efecto Rodrik y Subramanian (2008) muestran que la apertura financiera es benéfica cuando la EE tiene reformas sólidas en términos de los derechos de propiedad, de garantía de los contratos privados, de baja corrupción y de ausencia de medidas de expropiación (infraestructura institucional). En el caso contrario, los autores afirman que la inversión interior será débil e inelástica a diferentes

tasas de interés, a la liberalización y la apertura servirá solamente para alentar el consumo interno con el crecimiento del financiamiento externo que sustituirá el ahorro interior.

La óptica de Stiglitz et. al. (2006) sostiene que la liberalización financiera aumenta la fragilidad financiera sistémica y se reduce la capacidad de regulación de las autoridades en función de los desequilibrios crecientes. Por igual Minsky (1986) considera que la inestabilidad financiera es un fenómeno endógeno en el que el carácter desestructurado hace necesario el desarrollo de estructuras de vigilancia macroprudencial. En un ambiente muy poco enmarcado, el crecimiento de las vulnerabilidades financiera incluye tarde o temprano a la esfera productiva dentro de la crisis. La recuperación de las economías depende ahora de la posibilidad de que los mecanismos de supervisión estén más ligados a las necesidades de financiamiento del proceso de desarrollo.

Numerosos trabajos insisten sobre la sustentabilidad de las reformas de los sistemas financieros y los sistemas de supervisión con el objetivo de una mayor estabilidad de las economías (Jenkinson, Penalver y Vause, 2008, Epstein, 2009, Galati y Moessner, 2011). El punto en común que emerge de estos trabajos es la necesidad de revisar los principios sobre los que la organización de los mercados financieros está fundada, mientras que los programas públicos de resolución de las crisis y de rescate las instituciones implicadas se han mostrado ineficaces y socialmente muy costosos. Hutton y Scheneider (2008:5) sostienen que: “Pero si los mercados son propensos a amplias rupturas sistémicas, las ideas necesarias para pensar la quiebra del mercado necesita ser radicalmente revisada. La acción del gobierno es no sólo acerca de reparar temporalmente el mal funcionamiento en una maquina corredora; trata de diseñar y rediseñar continuamente

la maquina en si misma. La acción del gobierno en los mercados financieros recientemente no es un caso excepcional, en respuesta a una muy aguda e inesperada falla del mercado. Es la regla.” Empezar por reconocer que los mecanismos de mercado no son una panacea para asegurar el crecimiento económico de las economías avanzadas ni para permitir que las EE avancen sobre una trayectoria de desarrollo financiero y socialmente sustentable: “la solución real para tales problemas es alentar una mayor apertura sobre la dirección de las finanzas y el aumento de la responsabilidad pública en las transacciones financieras, más que dejar las decisiones socialmente importantes de la colocación de recursos a la actividad de los mercados financieros privados que no son responsables ni transparentes y que, en cualquier caso, son propensos a diferentes tipos de fallas de mercado” (Ghosh, 2005:17)

Conclusiones

Los vínculos entre las crisis recurrentes en los países de EE, la amplitud de la crisis actual en las economías avanzadas y el funcionamiento de los mercados monetarios y financieros inevitablemente planean la cuestión de los fundamentos de las políticas de liberalización financiera. Ello necesita al mismo tiempo de una pregunta acerca de la orientación que las EE debieran elegir para su proyecto de desarrollo económico y financiero. Mantener el mismo camino, es decir continuar persiguiendo el objetivo de desarrollo financiero, tal y como se define por los modelos estándar de la economía, significa preservar un ambiente que ha sido probadamente el campo de la inestabilidad.

Las experiencias de los tres últimos decenios parecen indicar que los supuestos vínculos entre el desarrollo financieros (liberalización) y el desarrollo económico se deben reconsiderar. De una parte, parece que no existe un vínculo directo entre ambos aspectos. De otra parte, los efectos probables del desarrollo financiero sobre el desarrollo de condiciones de financiamiento de las actividades productivas no son positivas en la medida en que la supuesta eficiencia de los mecanismos del mercado libre está más ligada a afirmaciones ideológicas que a resultados observados. De hecho, la relación entre finanzas y crecimiento no han tenido una relación positiva directa, sino a través del enorme crecimiento de las operaciones de alta rentabilidad que crean la ilusión de un fuerte crecimiento que conduce a nuevas crisis que aniquilan el crecimiento pasado. El caso de las EE como Argentina, Brasil y Turquía en los años 1980-2000, y aquel de la economía estadounidense y de numerosas economías europeas en los últimos cinco años constituyen una ilustración.

De ello se desprende una conclusión bastante negativa sobre las políticas de liberalización financiera que condujeron no solamente a la consolidación de las debilidades anteriores, sino también a nuevas crisis. A medida de que estas políticas se basan principalmente en la creencia en las fuerzas espontáneas y autorreguladoras del mercado, además no son capaces de ofrecer estrategias de desarrollo estructuradas y sostenibles. Por definición ellas vuelven toda la estrategia de desarrollo hacia la liberalización y la apertura de los mercados que deberían de establecer una dinámica de una evolución espontánea positiva. Esta es la elección de los programas de ajuste estructural, que figura en la doctrina de la liberalización/desarrollo del mercado financiero. Aunque, en una visión alternativa, el desarrollo puede ser visto como un proceso que debe inscribirse en la conformación de objetivos

estructurales de transformación, de ahí que la cuestión de la de la selección de la estrategia de desarrollo es un asunto crucial. Si el principal objetivo es replicar las opciones que han guiado hasta ahora los proyectos de reforma financiera, estas preguntas encontrarán una única respuesta, como las ya dadas y repetidas que llevaron a la crisis en décadas anteriores. Tenemos que revisar el concepto de desarrollo, así como el dominio financiero en el campo social. Las políticas económicas de estabilización deberán cambiar hacia una perspectiva menos partidaria del mercado y más constructiva a nivel social.

Referencias bibliográficas

- Acemoglu, D., Johnson, S. y Robinson, J. A. (2005). “Institutions as a Fundamental Cause of Long-Run Growth”, en Aghion, P. and Durlauf, S. N. (eds.) *Handbook of Economic Growth*, Elsevier: 385-472.
- Akerlof, G. A. (2005). *Explorations in Pragmatic Economics*, Selected Papers of G. A. Akerlof and Co-Authors, Oxford University Press.
- Al-Darwish, A., Hafeman, M., Impavido, G., Kemp, M. y O’Malley, P. (2011). “Possible Unintended Consequences of Basel III and Solvency II”, *IMF Working Paper*, WP/11/187.
- Arrow, K. J. (2000). “Economic Transition: Speed and Scope”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 156: 9-18.
- Barth, J. R., Caprio, G. y Levine, R. (2006). *Rethinking Bank Regulation*, Cambridge University Press.
- Bekaert, G., Harvey, C. R. y Lundblad, C. (2005). “Does financial liberalization spur growth?” *Journal of Financial Economics*, 77: 3–55
- Belassa, B., Bueno, G. M., Kuczynski, P.P. y Simonsen, M. H. (1986). *Toward Renewed Economic Growth in Latin America*, Mexico City: El Colégio de Mexico; Rio de Janeiro: Fundação

Getúlio Vargas. Washington: Institute for International Economics.

- Broner, F. A. y Ventura, J. (2011). “Rethinking the Effects of Financial Liberalization », *Working Paper*, International Growth center, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, March.
- Ceballos, F., Didier, T. and Schmukler, S. L. (2014). “Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America”, en Didier, T. and Schmukler, S. L. (eds.), *Emerging Issues in Financial Development. Lessons from Latin America*, The World Bank, Washington, D.C.:1-24.
- Chinn, M. D. y Ito, H. (2005). “What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions”, *NBER Working Paper* No. 11370.
- Coval, J. Jurek, J. y Stafford, E. (2009). “The Economics of Structured Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 23(1): 3–25.
- Daniel, B. C. y Jones, J. B. (2007). “Financial liberalization and banking crises in emerging economies”, *Journal of International Economics*, 72(1): 202-221.
- Das, D. K. (2004). “Sequences in Financial Liberalization in the Emerging-Market Economies: Growth, Volatility or Both?” *Journal of Economic Integration*, 19(4): 869-890.
- Diaz-Alejandro, C., (1985). “Good-bye financial repression, hello financial crash,” *Journal of Development Economics* 19, 1-24.
- Dorrucchi, E., Meyer-Cirkel, A. y Santabàrbara, D. (2009). “Domestic Financial Development in Emerging Economies. Evidence and Implications”, *European Central Bank Occasional Paper Series*, N° 102, April.
- Eichengreen, B. (2003). « Les crises récentes en Turquie et en Argentine sont-elles les dernières d’une espèce en voie de disparition ? », *Revue d’économie financière*, N°70 : 51-63.

- Epstein, G. (2009). “Should Financial Flows Be Regulated? Yes.”, DESA Working Paper No. 77, July.
- Furubotn, E. G. (2000). “Legal Reforms in Russia: Visible Steps, Obvious gaps, and an Invisible Hand?” *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 156 : 120-124.
- Galati, G. y Moessler, R. (2011). “Macroprudential Policy – a literature review”, *BIS Working Papers*, N° 337.
- Ghosh, J. (2005). “The Economic and Social Effects of Financial Liberalization: A Primer for Developing Countries”, *United Nations DESA Working Paper* No. 4, October 2005.
- Hartmann, P., Heider, F., Papaioannou, E. y Lo Duca, M. (2007). “The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe”, *ECB Occasional Paper* No. 72, September.
- Honohan, P. y Laeven, L. (eds.) (2005). *Systemic Financial Crises. Containment and Resolution*, Cambridge University Press, NY.
- Hutton, W. y Schneider P. (2008). *The failure of market failure. Towards a 21st century Keynesianism*, Provocation 08: November 2008, Nesta, London.
- Jenkinson, N., Penalver, A. y Vause, N. (2008). “Financial innovation: what have we learnt? *Bank of England Quarterly Bulletin* Q3 : 330-338.
- Klein, L. R. y Shabbir, T. (eds.) (2006). *Recent Financial Crises. Analysis, Challenges and Implications*. Edward Elgar, Cheltenham.
- Kregel, J., Matzner, E. y Grabher, G. (1992). *The Market Shock*, Agenda Group: Vienna.
- Lavigne, M. (2000). “Ten Years of Transition: A Review Article”, *Communist and Post-Communist Studies*, 33: 475-483.

- Minsky, H. P. (1986). *Stabilizing an unstable economy*, New Haven, Conn. and London: Yale University Press.
- North, D. C. (2000). “Understanding institutions”, en C. Ménard (éd.), *Institutions, contracts, and organizations: perspectives from new institutional economics*, E. Elgar, Cheltenham: UK: 7-10.
- OECD (2009). *Competition and Financial Markets. Key Findings*.
- Olson, M. (2000). “Dictatorship, Democracy, and Development”, en M. Olson and S. Kahkonen (eds.), *A Not-So-Dismal Science: A Broader View of Economies and Societies*, Oxford University Press: 119-137.
- Papaioannou, E. (2009). “What drives international financial flows? Politics, institutions and other determinants,” *Journal of Development Economics*, 88: 269-81.
- Prasad, E., Rajan, R. y Subramanian, A. (2006). “Foreign Capital and Economic Growth, Research department, IMF.
- Rajan, R.G. and Zingales, L. (2000). "The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century", *OECD Economics Department Working Paper No. 256*, October.
- Rapaczynski, A. (1996). “The Roles of the State and the Market in Establishing Property Rights”, *Journal of Economic Perspectives*, 10: 87-103.
- Rodrik, D. and Subramanian, A. (2008). Why Did Financial Globalization Disappoint? Mimeo.
- Schröder, R. (2000). “Lessons from the Past: legal transformations in Germany of the 19th Century”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 156: 180-206.
- Serra, N. y Stiglitz, J. E. (éd.) (2008). *The Washington Consensus Reconsidered. Towards a New Global Governance*, Oxford University Press.

- Stiglitz, J. E. (2008). “China: Towards a new model of development”, *China Economic Journal*, 1(1): 33-52.
- Stiglitz, J. E., Ocampo, J. A., Spiegel, S., French-Davis, R. y Nayyar, D. (2006). *Stability with Growth. Macroeconomics, Liberalization, and Development*, The Initiative for Policy Dialogue Series, Oxford University Press.
- Ülgen, F. (2014). “How to Guide the Economy in a Socially Desirable Direction? Lessons from the 2007 Financial Turmoil”, *Journal of Economic Issues*, 48(2): 575 – 584.
- Ülgen, F. (2013a). *New contributions to monetary analysis: The foundations of an alternative economic paradigm* (with the collaboration of M. Méaulle, R. Tortajada and R. Stellan), Routledge, London.
- Ülgen, F. (2013b). “Is the financial innovation destruction creative? A Schumpeterian reappraisal”, *Journal of Innovation Economics*, n°11: 231-249
- Ülgen, F. (2011a). « Crise systémique et crise des fondements de la régulation financière », *Economie appliquée*, LXIV(4) : 43-68.
- Ülgen, F. (2011b). « Régulation monétaire et financière et viabilité des économies de marché », *Economie et institutions*, No.17 : 63-95.
- Ülgen, F. (2007). *Mercado, Organización y Coordinación*, CIECE, N°3/2007, Universidad de Buenos Aires, 117 pp.
- Ülgen, F. (2003). “Un analisis metodologico: una nueva forma de evaluar el paradigma monetario schumpeteriano”, *Energeia, International Journal of Philosophy and Methodology of Economics*, 2(1-2): 30-45.
- Williamson, J. (ed.) (1990). *Latin American Adjustment: How Much Has Happened?* Washington: Institute for International Economics.

Recibido 1 de agosto 2014

Aceptado 15 diciembre 2014