

# Crisis: ¿el precio de la globalización?\*

Paul Krugman

## I. Introducción

Probablemente los tiempos de antaño no fueron mejores, pero no cabe duda de que fueron más tranquilos. Es verdad que la recuperación, a raíz de la crisis financiera internacional que se inició en Tailandia en julio de 1997, fue más rápida de lo que la mayoría de los observadores (incluido yo, desde luego) hubieran imaginado posible. La crisis, empero, fue aterradora mientras duró, y aún se sienten los efectos subsiguientes.

Lo que es más, hasta los optimistas en cuanto a la economía mundial son víctimas ahora de una ansiedad persistente, aunque no demasiado seria. Antes de que la crisis mexicana se iniciara en las postrimerías de 1994, muchos observadores consideraban el proceso de globalización del período posterior a la Guerra Fría con un optimismo sin mezcla. Aun después de que se hundiera el peso, fue posible considerar la crisis "tequila" como algo exclusivamente mexicano y no como una advertencia de mayor vulnerabilidad general. Sin embargo, incluso los que tienen por cosa muy buena la creciente integración de los mercados mundiales (un grupo que incluye al autor de este artículo), no pueden evitar preguntarse ahora si las repetidas crisis financieras no serán un inevitable subproducto del creciente intercambio de bienes y servicios.

El propósito de este documento es el de arrojar algo de luz sobre esta cuestión. La respuesta que voy a sugerir es que la creciente integración sí pre-dispone la economía mundial al impacto de otras

crisis, principalmente porque crea presiones que llevan a los gobiernos a atenuar las restricciones financieras que en anteriores décadas hacían menos probable el estallido de crisis financieras al estilo de los años noventa. No obstante, el vínculo entre integración y vulnerabilidad a las crisis no es rígido. Las políticas para limitar la vulnerabilidad financiera, incluidos los controles de la afluencia de capital, así como del flujo de salida de capitales, siguen siendo una opción, aunque cada vez más costosa a medida que el comercio se incrementa. De otra parte, puede razonablemente argüirse que los países pueden protegerse de las crisis financieras mediante la dolarización o euroización, si bien para ello tendrán que pagar cierto precio en flexibilidad que puede dejarlos expuestos a otras dificultades, e incluso a otras clases de crisis. Y persiste cierta esperanza de ver la luz al final del túnel: a largo plazo, la integración puede resolver los problemas que inicialmente ha creado.

A fin de llegar a estas conclusiones, empero, debo en primer lugar desarrollar un marco conceptual. El documento consta de cuatro partes. La primera trata de situar los problemas actuales en perspectiva, al adoptar "la visión que se tenía en 1983", es decir, la visión que ofrecía una crisis anterior: que la creciente integración daba la impresión de ser una ayuda, en vez de un perjuicio en las crisis de gestión. La segunda parte intenta ofrecer un marco para la comprensión de las crisis financieras modernas, lo que no es una tarea fácil dada la fragmentación de la literatura en la creación de modelos de crisis. Esos modelos conducen naturalmente a preguntarse qué podría hacerse para reducir el riesgo de crisis, así como también sobre las razones de que ninguna de las soluciones propuestas haya recibido un consenso generalizado, salvo recomendaciones de tipo "maternal" como la conveniencia de la transparencia. La parte

\* Traduce y publica el CEMLA, con la debida autorización, el artículo de P. Krugman, profesor de la Universidad de Princeton, presentado con el título "Crisis: the price of globalization?", en el Symposium *Global Economic Integration: Opportunities and Challenges*, organizado y publicado por el Banco Federal de Reserva de la Ciudad de Kansas, en Jackson Hole, Wyoming, del 24 al 26 de agosto de 2000, pp. 75-106.

final del documento se plantea como pregunta si el creciente comercio mundial afecta los compromisos entre esas posibles soluciones.

## II. La visión de 1983

Cualquiera que haya seguido los asuntos financieros internacionales durante un largo período de tiempo ha experimentado una sensación de "dejá vu", como de algo que ya se sabía de antemano. Por ejemplo, usted está escuchando o leyendo acerca de un debate actual en el que se hacen proposiciones que todos asumen como ya hechas, y repentinamente experimenta una sensación confusa al recordar que las proposiciones que todos consideraban como hechas hace cinco, diez, o quince años, en realidad no eran las mismas proposiciones.

Muchos de los más prominentes macroeconomistas internacionales de nuestros días pasaron sus años de formación como analistas de política de la crisis de la deuda latinoamericana de 1982-89, una crisis que a veces se considera como un anticipo de la crisis que se iban a presentar en los años noventa. Al igual que en las crisis de los noventa, la crisis de la deuda sobrevino tras un período de afluencia de capital privado a los países en crisis. Existen otros paralelismos: "contagio" regional, inquietud ante las repercusiones para la estabilidad financiera de las naciones occidentales, la injerencia política directa del FMI en los asuntos de las naciones en problemas, con el cortejo de susceptibilidades que suscitaba. De hecho, el otoño de 1997 nos pareció a algunos extrañamente similar al otoño de 1982; la misma sensación de incomodidad ante el hecho de que tantos supuestos expertos se hubieran mostrado entusiasmados muy recientemente acerca de las perspectivas de los países ahora acosados financieramente; el mismo sentimiento de abatimiento a medida que, unos tras otros, los países que se suponía diferentes y menos vulnerables (Brasil en 1982, Indonesia y Corea en 1997) eran víctimas de la crisis.

La diferencia principal residía, claro está, en que durante la corrida o movimiento especulativo de 1982, la afluencia de capitales a los países en desarrollo asumió esencialmente la forma de empréstitos soberanos o casi soberanos. Aun en los casos en que los préstamos no eran para los gobiernos o empresas estatales, sino para negocios privados, dichos préstamos contaron con la garantía de los gobiernos. Y el caso de Chile (a pesar de que los préstamos no tenían un carácter oficial *de jure*, el gobierno se sintió obligado *ex post* a asumir la responsabilidad por las deudas de los bancos priva-

dos) no hizo más que reforzar la convicción de que se trataba mayormente de una crisis de deuda *soberana*.

Algunos análisis de la crisis financiera asiática, en particular los modelos de riesgo moral de Dooley (1997) y Corsetti *et al.* (1998) y, sí, también Krugman (1998), arguyen que las deudas asumidas por los bancos asiáticos habían sido implícitamente garantizadas por los gobiernos. De manera más general, ciertas discusiones sobre la crisis asiática parecen basados en conceptos derivados (a menudo sin la suficiente comprensión de que deuda privada y deuda soberana plantean diferentes consideraciones) de anteriores experiencias con problemas de deuda soberana.

Sin embargo, parece que una opinión muy generalizada durante los años ochenta (basada parcialmente en evidencia empírica, pero también fundada hasta cierto punto en la teoría de deuda soberana), se ha desvanecido en el debate actual. En los ochenta se consideraba de manera generalizada que la apertura comercial reducía la probabilidad de crisis financiera.

La evidencia empírica ofrecía una indicación clara. Supongamos que alguien hubiera establecido una escala de los países en desarrollo en 1982, de acuerdo con la participación de la deuda externa en el PIB. Pronto se tornaba evidente que únicamente algunos de los países más endeudados habían sido sorprendidos por la crisis de la deuda; otros (por ejemplo, Corea del Sur, que el Institutional Investor, en su famosa evaluación de riesgo de abril de 1982, colocaba por debajo de México) conservaron su acceso a los mercados internacionales de capital. En otras palabras, la relación deuda/PIB resultó una pobre predicción de crisis. ¿Qué era, pues, lo que distinguía a los países que se encontraron en crisis de los que se salvaron? Una respuesta es que, en general, las naciones latinoamericanas no tuvieron acceso a los mercados de capital, en tanto que las asiáticas sí, salvo en el caso de Filipinas (la más latina de las naciones asiáticas, en varios aspectos), excepción que confirma la regla. Empero, resultó también verdad que los países con una relación deuda/PIB dada y que menos probabilidades tenían de ser sorprendidos por la crisis, contaban con una relación más elevada de exportaciones/PIB. En realidad, la relación exportaciones/PIB resultó ser un pronosticador de la vulnerabilidad a las crisis mucho mejor que la relación deuda/PIB.

¿Cuál es la razón de que la apertura fuera aparentemente buena para la prevención de las crisis? En aquellos tiempos se hallaba generalizada la interpretación de que una economía abierta resultaba más creíble en sus promesas: cuanto más impor-

tante el comercio, mayor el costo de la disrupción del comercio, en caso de que un país caiga en incumplimiento de su deuda. El gobierno de un país, con exportaciones equivalentes a 7% del PIB podría decidir que los gruñidos legales que dichas exportaciones pudieran enfrentar en caso de negarse a pagar sus deudas, son menos importantes que el alivio que recibiría por el lado de la deuda; y esta mera posibilidad disuadía a los bancos de efectuar nuevos préstamos de dinero. Un país con exportaciones equivalentes al 35% del PIB no tendría que hacer frente a una tentación comparable. En efecto, al abrirse al comercio, cualquier país ofrece un rehén a los mercados financieros, rehén que asegura su propia credibilidad y, en consecuencia, actúa como protección contra las crisis.

Un segundo beneficio de la apertura, que algunos advirtieron en esa época, fue que facilitaba el ajuste a una disminuida afluencia de capital. Para un país con exportaciones iniciales de 7% del PIB, pasar de un déficit en cuenta corriente de 4% del PIB a un superávit de 2% del PIB representaría un ajuste muy difícil, que requeriría una masiva depreciación o bien una enorme contracción de la producción. Para un país con exportaciones iniciales de 35% del PIB, la solución podría alcanzarse con una depreciación y/o caída de la producción mucho menor. Y, asimismo, para los prestamistas en perspectiva, la convicción de que el país podría ajustarse a un recorte de fondos relativamente poco doloroso daría por resultado en sí que probablemente no se llegarían a interrumpir los préstamos.

La opinión que se tuvo por el año de 1983 aproximadamente sugería que en cierto modo la crisis de la deuda latina (latinoamericana) era el resultado de una apertura de los mercados de capital que se anticipó a la integración de mercados sólidos. Y se consideraba muy posible, y aun probable, que si los países latinos (latinoamericanos) adoptaban políticas de libre comercio, al hacerlo y como resultado, de manera parecida a los países en desarrollo asiáticos, las crisis al estilo de 1982 se volverían obsoletas.

En lugar de eso, tanto las economías latinas (latinoamericanas) y asiáticas han venido experimentando crisis que en comparación han resultado más severas, al menos en su primer año, que las de 1982. Las altas relaciones exportaciones/PIB han ofrecido poca protección, y ahora existe una sensación generalizada de que la apertura comercial en realidad dificulta, en vez de facilitar, cómo evitar las crisis. Para analizar el porqué, sin embargo, tenemos necesidad de trazarnos un marco que nos permita examinar las razones por las cuales estas crisis más recientes ocurren.

Aunque las crisis financieras asiáticas han desatado un torrente de artículos de tipo académico y político, el hecho es que hasta ahora no ha surgido un modelo canónico de esas crisis. Los economistas están todavía divididos acerca de si las crisis deben ser consideradas como la conclusión inevitable y predecible de un proceso de inversiones y empréstitos excesivos (por ejemplo, Corsetti *et al.*, 1998), o bien como un salto temporal hacia un mal equilibrio y sistema inherentemente frágil y, de ser así, que características de las economías en problemas las tornaron frágiles en ese sentido. Esta falta de acuerdo acerca de la naturaleza de las crisis económicas "modernas" hace que la evaluación de los efectos de otros factores sobre la vulnerabilidad a las crisis resulte tarea difícil, para decir lo menos: Si no podemos llegar a un acuerdo acerca de lo que ocurrió, ¿cómo vamos a asegurar que un comercio creciente o lo que sea constituyen factores que vuelven más o menos probable que sobrevenga otra vez una crisis?

Esto no obstante, se ha observado una definida desviación en la literatura posterior a la crisis que se aleja de los modelos que hacen hincapié en la deuda global excesiva, para pasar a fundarse en una especie de pánico que se autorrealiza. La vulnerabilidad de las economías a ese pánico es adscrita de manera creciente, a su vez, a cierta forma de desajuste entre la maduración de las deudas y la de las inversiones reales, o entre la denominación monetaria de las deudas y la de los activos, o bien (probablemente) a ambas. Pasemos revista brevemente y por turno a cada una de esas hipótesis.

#### a) Desajuste de maduración

La idea de que las crisis financieras pueden surgir de un desajuste entre la maduración de las inversiones y el vencimiento de las deudas constituye el núcleo del modelo de corridas o pánicos de Diamond y Dybvig (1982). Las aplicaciones mejor conocidas de esta idea a las crisis internacionales son la serie de documentos de Chang y Velasco (1998, 1999).

La idea básica es: imaginen una economía en la cual la tasa de rendimiento de las inversiones es considerablemente más elevada cuando los recursos se invierten en proyectos que requieren un considerable período de tiempo para madurar, y que rinden mucho menos si se concluyen prematuramente. Si tales proyectos tuviesen que ser financiados directamente por individuos, los inversores no podrían financiarlos más que a cambio de ceder liquidez: sus fondos estarían atados a los proyectos

y en consecuencia no podrían disponer de ellos si ciertas demandas personales impredecibles crearan la necesidad de contar con esos fondos antes de que los proyectos llegaran a su culminación.

Los intermediarios financieros pueden resolver este problema. Suponiendo que las emergencias personales que crean la demanda de pronta liquidación estén más o menos no correlacionadas, el intermediario financiero puede conjuntar los fondos de muchos inversores individuales, con la seguridad de que cada uno de ellos podrá ejercer el derecho de retirar fondos sobre demanda, recurriendo a una pequeña reserva de activos líquidos, con lo cual se podría invertir la mayoría de los fondos en proyectos ilíquidos de alto rendimiento. De esta manera se conserva la percepción de liquidez por parte de los inversionistas individuales, al mismo tiempo que se alcanza el necesario objetivo de comprometer recursos a largo plazo.

Desafortunadamente, esa intermediación financiera creadora de liquidez crea asimismo la posibilidad de un pánico que se autorrealiza, a saber: una corrida bancaria. Si una sustancial fracción de los tenedores de deuda activa de los intermediarios exigieran su pago al mismo tiempo, no se contaría con suficientes activos líquidos para satisfacer sus demandas, y dado que las inversiones a largo plazo no valen mucho si se terminan prematuramente, su ayuda sería de poca monta. Y esto significa que, si por cualquier razón, muchos de los tenedores de deuda llegan a pensar que otros tenedores como ellos están a punto de reclamar su dinero, a su vez tratarán de hacer lo mismo. En esta forma, una intermediación fundamentalmente sana puede resultar destruida por una corrida que se autorrealiza; de ocurrir esto a una escala que abarca a toda la economía, el resultado puede ser una crisis que reflejará no sólo la insostenibilidad de la prosperidad previa, sino simplemente la "fragilidad" de la economía, su vulnerabilidad a las corridas bancarias.

Si examinamos lo anterior, el relato pone de manifiesto una considerable relevancia en la crisis asiática. Las corridas bancarias de corte tradicional desempeñaron un importante papel en algunos países, particularmente Indonesia en noviembre de 1997. Otros aspectos de la crisis, aunque no se ajustan al modelo tan literalmente, comparten en cierto modo su sabor, por ejemplo, la forma en que la negativa de los bancos extranjeros a renovar los préstamos a corto plazo llevó a Corea del Sur a la crisis financiera en las postrimerías de 1997.

Y, sin embargo, hay ciertos problemas que se plantean con este relato de desajuste de maduración tradicional. Uno de ellos es que la forma en que se explica el costo real de los pánicos financieros resulta insatisfactoria. En un documento ante-

rior (Krugman 1999a) se resumió este problema como sigue:

"En el modelo Diamond-Dybvig, los costos de la prematura liquidación son *físicos*: una corrida bancaria lleva a un canibalismo de las inversiones antes de que sean completadas, con el natural costo de producción para la economía, como resultado de la destrucción literal del capital físico. Hay varios ejemplos reales de este proceso en Asia: estructuras semicompletadas que se dejan abandonadas a la desintegración por falta de fondos, o bien son desmanteladas como chatarra. También se pueden citar otros casos algo más complejos de liquidación física: ejemplos de oportunidades de exportación potencialmente beneficiosas que no se aprovechan porque el capital de trabajo ha sido vendido para pagar los préstamos bancarios. Sin embargo, los principales canales a través de los cuales el pánico financiero ha convertido buenos activos en malos, involucran no tanto la liquidación física de los proyectos no terminados sino la crisis macroeconómica. Compañías que parecían solventes antes de la crisis se han hundido porque el colapso de la inversión ha producido una severa recesión, o porque la fuga de capitales ha determinado una depreciación de la moneda que infla las deudas en dólares como si fueran un globo. O para decirlo de otra manera. Diamond y Dybvig utilizaban una metáfora física para los costos de una prematura liquidación, como una manera de enfocar con cierta imparcialidad el problema de equilibrio múltiple por parte de los depositantes. Para encontrar cierto sentido a la crisis asiática, empero, resulta importante tal vez usar una metáfora mejor, una que se acerca más al ajuste de los hechos estilizados de la experiencia real." (Krugman 1999a).

Mas si la naturaleza de los costos es macroeconómica, y si, como este pasaje lo sugiere, el punto crucial no es simplemente una fuga hacia la liquidez, sino una fuga del país, tenemos que abordar un tema que en cierto modo reconozca el papel tanto de la *balanza comercial* como del *tipo de cambio*.

Estas cuestiones me llevan [e independientemente a varios otros, incluidos Aghion *et al.* (1999) y Calvo (1999, 2000)] a destacar un distinto desajuste, que no es de maduración sino monetario.

#### b) Desajuste monetario

La idea básica detrás de los relatos de desajuste monetario es que, por la razón que sea (y la razón, como veremos, es importante), hay empresas en muchos países en desarrollo que tienen deudas sustanciales en moneda extranjera. Esto, a su vez, significa que cualquier depreciación monetaria, siempre que las demás condiciones no varíen, em-

peora las hojas de balance de dichas empresas. Si sus inversiones están constreñidas por su riqueza neta (lo cual es más probable si también es alto su apalancamiento de deuda en moneda local), existe potencialmente una lógica de autorrealización de la crisis similar en espíritu a la historia de desajuste de maduración, aunque considerablemente distinta en detalle.

La historia es como sigue: supongamos que por una razón cualquiera se registra una fuga de capitales en el país en desarrollo. Esto hará que se deprecie la moneda, con los consiguientes problemas de hoja de balance para las empresas nacionales. Si los problemas son lo suficientemente severos, contrarrestarán cualquier efecto expansionista de la depreciación sobre la demanda, lo que creará una contracción económica que alimentará nuevas fugas de capital, y así sucesivamente. La clave del problema no reside en la destrucción física de los proyectos de inversión en proceso, sino en el problema de transferencia, es decir, la necesidad de efectuar un flujo de salida de capitales mediante una depreciación real.

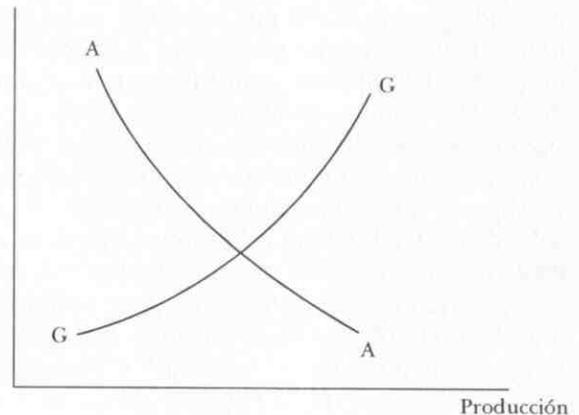
El resultado final de este proceso es un abrupto cambio en la cuenta corriente, que de tener déficit, pasa a contar con superávit; una fuerte depreciación real de la moneda; la devastación financiera del sector corporativo; y también, puede suponerse, aunque esto depende de lo específico del modelo, una declinación de la producción. (De manera realista sería también dable esperar que la crisis se vería reforzada por pánicos bancarios de acuerdo con la descripción que se ha hecho más arriba.) Lo más sorprendente acerca de la crisis asiática no es la declinación de la producción, aunque fue bastante severa, sino la abrupta reversión de la cuenta corriente, probablemente sin precedente por su tamaño, pues los países en crisis como grupo pasaron de un *déficit* en cuenta corriente de 5% del PIB en 1996, a un *superávit* en cuenta corriente de 9% del PIB en 1998. Esta reversión es la causa de que el problema de transferencia se halle con toda seguridad en el centro del asunto, si bien, de manera más general, el panorama global se ajusta sin duda a la versión hoja de balance de la crisis.

Un modelo completo de crisis debida a hoja de balance es necesariamente muy complejo; incluso el más bien engorroso análisis en Krugman (1992a) no constituye más que un trabajo parcial, y el reciente esfuerzo de Céspedes, Chang y Velasco (2000), aunque mucho más completo, también parece perder algo del mensaje en su desarrollo. (Estoy todavía digiriendo su modelo. Sin embargo, da la impresión de que al asumir expectativas racionales al mismo tiempo que un seguro regreso a largo plazo de la economía a su original estado estable,

terminan por descartar el tipo de crisis autorrealizada que constituía el punto original de la historia.) Puede ser de ayuda, empero, esbozar una versión simplificada de la historia, derivada de Aghion *et al.* (1999), y originalmente presentada en Krugman (1996b).

#### GRÁFICA I

Precio de divisas

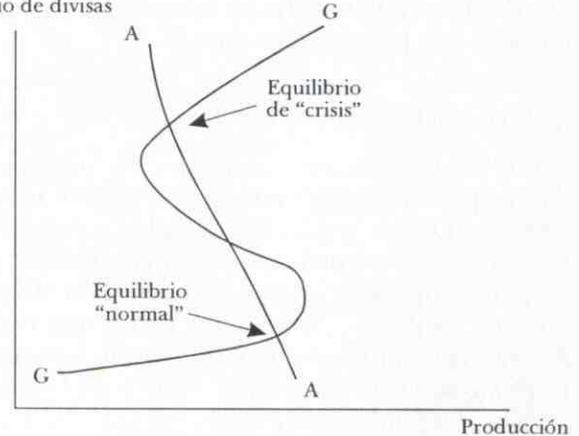


En este modelo simplificado, pensamos en una economía tipo Mundell-Fleming, que produce un solo bien, vendido tanto en el mercado local como internacional; y damos por supuesto que el arbitraje mantiene la tasa de interés interna igual a la tasa de interés foránea, más una prima fija de riesgo (si ignoramos las expectativas de futura depreciación, los cambios en la prima de riesgo, y así sucesivamente.) Con una oferta monetaria fija, se establecería un nivel único de PIB en el que la tasa de interés interna iguala la tasa foránea más la prima de riesgo; de manera más general, si la autoridad monetaria se pronuncia contra el movimiento del tipo de cambio, podemos representar la compensación activo-mercado con una curva atípica como AA en las gráficas I y II.

En el mercado de bienes, una depreciación de la

#### GRÁFICA II

Precio de divisas



moneda (una alza en el precio de las divisas) hará que los productos nacionales sean más competitivos, lo que incrementará las exportaciones netas. Si este fuera el único efecto, la curva GG del mercado de bienes tendrá una curva de pendiente ascendente, como en la gráfica II, y se observará un equilibrio único. Empero, en caso de que haya efectos de hoja de balance suficientemente vigorosos, podrán contrarrestar ese efecto competitivo, haciendo que la curva del mercado de bienes, se tuerza hacia atrás durante cierta distancia. En la gráfica II, GG aparece como una curva en forma de S. De manera generalizada, la idea es que cuando la moneda interna tiene suficiente solidez, la mayoría de las empresas no sufren constricción de riqueza y, en consecuencia, el efecto de hoja de balance es débil. Cuando la moneda local es muy débil, la mayoría de las empresas locales con deuda en moneda extranjera se encuentran ya en quiebra, de modo que las cosas no empeoran, y el efecto procompetitivo de la depreciación vuelve a dominar. De este modo, la perversa región en que la depreciación es contraccionista se halla en los niveles intermedios del tipo de cambio.

En la gráfica II existen dos equilibrios localmente estables. ¿Cuál puede ser la causa de que un país salte del equilibrio normal al equilibrio de crisis por la vía de un proceso de fuga de capital auto-realizado? La respuesta es: cualquier cosa, una crisis política, la crisis económica en un país vecino (es decir, por "contagio"), aquello que causa, sea lo que fuere, que el equilibrio hiperdepreciado con muchas empresas en quiebra se convierta en el nuevo foco de expectativas.

Ese salto a un mal equilibrio indudablemente originará consternación e incluso indignación en los países afectados; los formuladores de la política sentirán que los pecados de la economía no ameritan castigo tan severo, y si pertenecen a la escuela de la macroeconomía poskeynesiana opinarán que debe haber *algo* que se pueda hacer para evitarlo. Eso empero, en la teoría y en la práctica, las opciones de política que se tienen una vez que la crisis está en curso parecen muy limitadas.

### c) Política en la crisis

Ordinariamente esperamos que los países puedan emplear la política monetaria para combatir la recesión. Lo que resulta perturbador acerca de las crisis de años recientes es que la lógica de estas crisis parece descartar esas reacciones monetarias, y fuerza a los países, en realidad, a enfrentar el desplome económico con una restricción monetaria. El punto se vuelve muy claro a partir de la gráfica II. Si la economía, por la razón que sea, está en pe-

ligro de dar el brinco a un equilibrio de crisis, lo último que el banco central querrá hacer es flexibilizar la política monetaria, lo cual, siempre que las demás condiciones no varíen, tenderá a debilitar la moneda y, en consecuencia, a asegurar que el mal equilibrio, sin la menor duda, se materializará. De hecho, hasta un banco central razonable se esforzará probablemente más bien en implantar una intensificación de la política restrictiva, con la esperanza de persuadir al mercado de que la moneda se mantendrá sólida y, en consecuencia, poder encauzarlo de nuevo al equilibrio normal.

Esta, empero, será una política costosa, no sólo en términos monetarios, sino por su impacto social. Es posible argüir que este costo es sólo un revés a corto plazo para la economía, aunque, como lo muestra la gráfica II, este costo, aun si es temporal, no es nada pequeño. Sin embargo, el ejemplo de Indonesia sugiere, de nuevo, que un choque de corto plazo suficientemente severo puede tener efectos duraderos al hacer añicos la estabilidad política. ¿Existen otras políticas que puedan ayudar a mitigar la crisis?

Una respuesta consiste en que el FMI u otras fuentes actúen como prestamistas de última instancia. No obstante, este término se usa a menudo con demasiada vaguedad en el contexto de los paquetes de rescate internacionales. Según el papel clásico de prestamista de última instancia, el banco central (o J. P. Morgan, o algún otro) provee de fondos a un deudor *individual* que no puede satisfacer las demandas de pago. Un país, sin embargo, no es un individuo. Debe reconocerse que, en 1982, cuando la crisis era básicamente una de deuda soberana, se podía pensar en los gobiernos nacionales, hasta cierto punto, como siendo los deudores en problemas; y aun en el caso de México en 1995, el problema particular de deuda en *tesobonos* todavía se ajusta a un escenario de deuda soberana. En cambio, en la crisis asiática, el problema no consistía en la incapacidad del gobierno para satisfacer sus obligaciones, sino en el deseo de los agentes privados, tanto foráneos como locales de extraer fondos de la enferma economía. En consecuencia, si el FMI es el prestamista de última instancia, ¿a quién presta en realidad?

La respuesta (que no siempre se enuncia claramente) es que el FMI provee de fondos al gobierno local, el cual, a su vez, los usará para apoyar la moneda por medio de una *intervención esterilizada*. Los préstamos a corto plazo del exterior proveen al banco central de dólares, que son invertidos en el mercado; empero, a menos que la política monetaria sea restringida con mayor rigorismo, esto constituirá únicamente un *swap* de dólares por deuda local, no por moneda local.

Esa intervención tendría el efecto, siempre que las demás condiciones no varíen, de reducir la prima de riesgo. Esquemáticamente, podemos considerar la intervención como desviando la curva del mercado de bienes en la gráfica II hacia la derecha, al mismo tiempo que desviando la curva del mercado de activos hacia la izquierda. Si el efecto es lo suficientemente amplio, estos cambios *eliminarán* el equilibrio de crisis y, por lo tanto, impedirán que ocurra la crisis.

Empero, ¿será la intervención tan efectiva? El pensamiento convencional, en lo que concierne a los países avanzados, es actualmente que la intervención esterilizada resulta en gran parte poco efectiva: que cualquier afluencia oficial de capital en una crisis no hará más que generar un incremento equivalente en la salida privada de capitales. Esto ha hecho que el enfoque de la discusión en muchos países en desarrollo sobre el papel del prestamista de última instancia se vuelva algo desacostumbrado. La misma objeción se aplica a argumentos como los de Feldstein (1998): que los países pueden protegerse contra las crisis manteniendo cuantiosas reservas.

Sin embargo, es posible ofrecer algunas justificaciones en favor de la creencia de que una provisión de liquidez en gran escala puede ser efectiva. La justificación más sencilla, aunque una con la cual no habría que contar demasiado, es acerca de la naturaleza de equilibrio-múltiple de la crisis. Un fuerte préstamo del FMI, anunciado con mucha fanfarria, podría no resultar suficiente para descartar literalmente el equilibrio de crisis; pero podría, no obstante, crear un punto focal para las expectativas, inclinando a un país amenazado por la crisis a volver de nuevo a la calma del equilibrio normal. Por otra parte, surgen dudas acerca de si una política que no puede tener éxito más que si de algún modo logra cambiar las expectativas, puede consistentemente arreglárselas para precisamente cambiar esas expectativas.

Más concretamente, es discutible que las condiciones (según las cuales la intervención esterilizada no es efectiva) no se den también en los países en desarrollo (o yendo más al punto, no existan todavía, pues como veremos, esta es una de las razones para preocuparse de si la creciente integración no incrementará aún más el riesgo de crisis.) La intervención esterilizada resulta ineficaz cuando existe una elevada movilidad del capital privado, en la medida en que los valores domésticos o foráneos son considerados por un grupo suficientemente amplio de inversores como cercanos sustitutos. Si ese es el caso, sería de esperar una fuga de capitales en una crisis que podría ocurrir de varias maneras; en particular, sería de esperar ver a los resi-

dentos locales comprando activos foráneos en gran escala, usando los ingresos provenientes de la venta de activos locales. Algo así ocurrió en 1997-1998, pero el grueso de la fuga de capitales asumió una sola forma, la negativa de los bancos extranjeros o foráneos a renovar los créditos a corto plazo. Esto parece indicar que los canales para la movilidad de los capitales a corto plazo siguen siendo más limitados de lo que podrían suponer los escépticos acerca de la intervención esterilizada.

La evidencia econométrica presta peso adicional a esta conclusión. Como se observa en varios estudios (por ejemplo, Frankel y Rose 1997, Rodrik y Velasco 1999), la deuda externa a corto plazo y, en particular, la relación de esa deuda a corto plazo/reservas, es con mucho el principal indicador de las recientes crisis. Si los activos fueran en general fungibles (reemplazables) tal no sería el caso.

Aunque la limitada extensión de la movilidad del capital en los países en desarrollo probablemente significa que el tamaño del préstamo internacional requerido para prevenir una crisis es menor de lo que afirman las estimaciones más pesimistas (las cuales tienden a suponer que solamente un préstamo igual en valor a  $M_2$  o aun  $M_3$  es realmente suficiente para prevenir una crisis), desafortunadamente eso no significa que las cantidades implicadas son pequeñas. En la práctica, las instituciones internacionales no han estado dispuestas o podido proporcionar un despliegue de fondos suficientemente rápido para evitar muy severas crisis. Y esta situación no parece que vaya a mejorar.

Si un país no puede utilizar la política macroeconómica convencional para combatir una crisis y tampoco obtener suficientes recursos externos para compensar la fuga de capitales privados, ¿qué le queda? La respuesta lógica obviamente es cortar el nudo Gordiano directamente, mediante el simple procedimiento de impedir la fuga de capitales. La forma caballerosa de ejecutar esto consiste en negociar una abstención con los bancos extranjeros, como se hizo en Corea y Brasil; la manera ruda consiste en una imposición *de jure* del control de capitales, como se hizo en Malasia. Resulta innecesario decir que Corea y Malasia no escaparon a la crisis, si bien la devaluación de Brasil fue benigna (lo que constituyó un gran alivio en ese entonces, y tuvo también importantes implicaciones para la política futura); por lo que respecta a los dos primeros países, ambos lograron rápidas e impresionantes recuperaciones, aunque, como siempre, resulta muy difícil establecer una conexión causal.

¿Cuál es la diferencia entre la respuesta coreana y la malasia (haciendo a un lado el muy distinto contexto político)? La ventaja de la abstención negociada con los bancos es que se trata de una polí-

tica moderada, que no plantea un gran riesgo de alejar a futuros inversores potenciales. Asimismo, los controles de capital requieren un elaborado mecanismo administrativo que crea excesivo burocratismo para las transacciones en cuenta corriente y, con el tiempo, expone a los funcionarios a peligrosas tentaciones. La desventaja de una política centrada en los bancos para obtener ayuda es que no tiene en cuenta más que un canal de fuga de capitales potencial.

En cualquier caso, si bien las tentativas de Corea y Malasia para frenar la fuga de capitales y, así, poner fin a la crisis, pueden haber funcionado en esta ocasión (o si usted cree que estas políticas no jugaron un papel importante, por lo menos pensará que bastaron para que los países salieran de apuros), muchos observadores sospechan que el alcance de tales políticas, ya no muy grande, será menor aun en el futuro. Si esto es verdad, la razón es que la globalización hará que estas políticas resulten ineficaces o demasiado costosas.

A fin de entender (y posiblemente desafiar) la lógica de esta inquietud, sin embargo, debemos primero pasar revista a otra serie de cuestiones: no a la política durante las crisis, sino a la política destinada a prevenir las crisis.

#### IV. Prevención de las crisis

Supongamos que hemos llegado al acuerdo de que la mejor hipótesis de trabajo de que disponemos acerca de las crisis es que involucran un proceso de autorrealización de fuga de capitales y colapso de la hoja de balance, lo cual resulta muy difícil detener una vez que se ha iniciado. Existen al menos tres factores clave en esta cuestión: la vulnerabilidad de los países a la fuga de capitales, puesto que existe una mancomunidad de recursos (*pool*) o fondos potencialmente móviles; asimismo vulnerabilidad de las firmas o empresas a las calamidades de la hoja de balance; también a causa de que tienen grandes deudas denominadas en moneda extranjera; y como consecuencia de la psicología de los propios inversores, que se vean envueltos en lo que sería individualmente racional, pero que colectivamente constituye un pánico desastroso.

Todas las propuestas serias para reducir el riesgo de crisis implican hacer algo que disminuya la fuerza de uno o más de estos factores. Consideremos cuatro tipos de propuestas de política por turno: las que implican desalentar la deuda en moneda extranjera mediante la flotación del tipo de cambio; las que, por el contrario, intentan eliminar el riesgo de crisis monetaria con la permanente fijación del tipo de cambio o, mejor aún, con la do-

larización; las que implican cierta forma de poner límites a la *afluencia* de capitales; y las que involucran cierta forma de limitar los *flujos de salida* del capital.

##### a) Tipos de cambio flotantes

¿Puede existir un consenso con el que nadie esté de acuerdo? La mayor parte de la gente que participa en las discusiones de "arquitectura" financiera internacional parece creer que dichos debates han llegado a cierto consenso acerca de la "bipolaridad", definida como queriendo decir que los países deben adoptar tipos de cambio flotantes o tipos rígidamente fijos, consejos monetarios o aun la dolarización. Y no cabe duda de que existen pocos abogados en la actualidad de las soluciones de transacción en cuanto a los sistemas. Sin embargo, muchos analistas individuales no parecen caer en la cuenta de que lo verdaderamente importante es efectuar una elección, cualquiera que esta sea; por el contrario, parecen firmemente adheridos a una de ellas. En particular, los informes de las instituciones financieras parecen favorecer sobre todo los tipos flotantes, mientras que un considerable número de académicos (tales como Barry Eichengreen y Guillermo Calvo) se han convertido cada vez más en fuertes abogados de la dolarización.

El argumento más popular en la actualidad es en favor de los tipos flotantes para los países en desarrollo, frecuentemente mencionado por funcionarios y que podemos encontrar en escritos como los de Goldstein (1999), *no* es el tradicional macroeconómico, es decir, no es el argumento de que los tipos flotantes dan a las naciones autonomía monetaria, al aislar en cierta medida a la economía de los choques externos, y permitir una política activa en respuesta a una demanda declinante. En vez de eso, el argumento que se esgrime es que el tipo de cambio fijo alienta a las empresas locales a pedir prestado en moneda extranjera y, en consecuencia, a establecer el escenario propicio para la clase de crisis descrita más arriba.

Es dable preguntarse por qué un tipo de cambio fijo pero ajustable puede alentar la solicitud de préstamos en moneda extranjera. La respuesta parece obvia: si existe el riesgo de una crisis monetaria que dé motivo para que el valor en moneda local de la deuda en moneda extranjera se expanda bruscamente, las firmas previsoras tomarán en cuenta ese riesgo al pedir prestado. Y, en cualquier caso, ¿por qué una empresa local (para la cual los choques adversos de tipo de cambio estarían normalmente correlacionados con otros choques adversos) habría de asumir ese riesgo? ¿No estaría dentro de una lógica normal de compartición de

riesgo sugerir que los *extranjeros* asumieran el riesgo, y para ello prestar en moneda local?

Esto no obstante, como cuestión empírica debe reconocerse que las empresas o firmas en países con tipos fijos sí parecen estar sumamente inclinadas a pedir préstamos en moneda extranjera. Tal vez esto refleje una "miopía para el desastre": los beneficios claros y presentes que ofrece el pedir préstamos a más bajas tasas de interés prevalecen, en tanto que no se sopesa adecuadamente el costo catastrófico si la moneda local es devaluada. O posiblemente, como Calvo (1999) ha argumentado, existe un elemento de información asimétrica: las firmas locales poseen más información que los prestamistas extranjeros acerca del momento en que será probable una devaluación, de modo que cualquier acción de su parte para solicitar un préstamo en moneda local es inherentemente sospechosa.

De aceptarse, sin embargo, que cualquiera que sea la razón, los tipos de cambio fijos promueven la deuda denominada en dólares o euros, se tiene un caso que aboga por el régimen de tipo flotante, puesto que ofrece cierta garantía contra las crisis financieras.

Eichengreen y Hausman (1999) llaman a esto el argumento de "vulnerabilidad o riesgo moral" en el régimen de tipo de cambio, puesto que lo consideran como parte del argumento general (en su opinión, incorrecto) de que los países en desarrollo solicitan excesivos préstamos, dado que tales préstamos reciben garantías implícitas. Es en realidad algo problemático el uso de ese término: puede tener sentido que el compromiso implícito de usar las reservas para defender la moneda constituye una forma de riesgo moral, pero dudo que alguien piense que esta implícita garantía constituye la principal razón de que los tipos fijos alienten la deuda en moneda extranjera, en caso de que sí lo hagan.

La objeción de que *no* es así reside en que si el problema es la excesiva deuda en moneda extranjera, proponerse desalentar esa deuda con un tipo de cambio flotante parece una política indirecta bastante extraña. La única manera en que tiene sentido preferir eso en lugar de recurrir a una forma más directa de controles a la afluencia de capitales es si se piensa que en verdad hay cierta forma de miopía del desastre, de modo que los prestatarios no piensen acerca de los riesgos de la depreciación, a menos de que se enfrenten diariamente a la evidencia de que el tipo de cambio no está fijo permanentemente.

El recurso definitivo en favor de los tipos de cambio flotantes reside en la esperanza de que puedan convertir a Brasil en Australia. El ejemplo

australiano muestra que es posible para un país atraer cuantiosa afluencia de capitales, sin que aparentemente se vuelva vulnerable a crisis financieras del tipo asiático. Un ingrediente clave en la estabilidad de Australia parece consistir en que sus firmas no dependen de manera excesiva de la deuda denominada en moneda extranjera (de hecho, como lo sugiere la acostumbrada compartición de riesgo, en realidad venden sustanciales cantidades de deuda en moneda *local* al exterior). Y como la depreciación de la moneda no causa estragos en la hoja de balance de las firmas australianas, el país pudo en realidad usar la flexibilidad del tipo de cambio como dispositivo estabilizador, pues la caída del dólar australiano actuó en gran medida para aislar al país de las crisis que afligían a sus vecinos.

La cuestión que se plantea acto seguido es saber la importancia que tuvo el régimen de tipo de cambio en la creación de esta feliz flexibilidad. De haber tenido Australia un tipo de cambio fijo desde 1983, ¿no habrían sido sus deudas en dólares de Estados Unidos tan elevadas que hubieran convertido la devaluación en algo demasiado peligroso? A la inversa, si Brasil o México mantienen sus tipos flotantes por otra década, ¿les permitirá esto desarrollar mercados financieros en moneda local lo suficientemente profundos para permitir a las firmas financiarse a sí mismas sin crear un desajuste monetario?

La creencia básica de los que favorecen la dolarización es que la respuesta a la última pregunta es un no, es decir, que el "pecado original" de los países en desarrollo está demasiado profundamente incrustado para que pueda ser limpiado por un régimen de tipo flotante.<sup>1</sup> Y esto es lo que los empuja a favor del régimen opuesto.

#### b) Dolarización

Es axiomático que es posible defender cualquier tipo de cambio con una reducción lo suficientemente grande de la oferta de dinero. Así, el proceso de crisis descrito más arriba, en el que las expectativas de una moneda débil causan una depreciación, cuyos efectos de hoja de balance ratifican las

<sup>1</sup> ¿Cómo estableció Australia sus mercados de moneda local? Eichengreen y Hausman (1999) arguyen esencialmente que pudieron crecer detrás de murallas protectoras, que los controles monetarios de la posguerra en Australia le permitieron crear un mercado profundo en títulos, uno que sigue siendo profundo ahora que los mercados se han abierto. Esto inmediatamente sugiere una hipótesis "de infancia en la industria financiera", la cual arguiría contra una liberalización temprana de la cuenta de capital. Este, empero, no es un camino que se esté dispuesto a seguir.

expectativas, puede siempre ser interrumpido mediante una suficiente restricción monetaria. Sin embargo, ¿qué ocurriría si se pudiese prometer de una manera creíble que esta restricción monetaria de hecho se impondría si una crisis "tratase" de ocurrir? Entonces la restricción no hubiera sido necesaria en primer lugar. Si un banco central puede declarar creíblemente su disposición a defender un tipo de cambio a cualquier costo, ese costo de defensa sería relativamente pequeño. (Los equilibrios múltiples son cosas extrañas.)

¿Cómo podría un país hacer que ese compromiso de blindaje (con chapa de oro) para defender la moneda fuera creíble? La respuesta obvia consiste en institucionalizar en cierto modo este compromiso. Y, en consecuencia, de ahí que surja la posición en favor de los consejos monetarios, o, mejor aún, de la dolarización (palabra que debemos concebir en adelante como un término genérico que implica la adopción de cualquier moneda de un país fuerte, si bien por el momento no hay más candidatos que el dólar o el euro.)

Algunos lectores podrán advertir que aun en el caso de que un compromiso institucionalizado a un tipo de cambio fijo logre eliminar el riesgo de crisis a causa de un desajuste monetario, no por eso se elimina el riesgo de desajuste de maduración, y que limitada la capacidad del gobierno nacional para servir como prestamista de última instancia, se puede considerar que con ello se incrementa el riesgo. Los abogados de la dolarización responden con la afirmación de que un mercado dolarizado implicará empréstitos a más largo plazo, y que por lo tanto, correrá menos riesgo incluso si se trata de crisis de maduración. Volveremos a examinar este debate brevemente en la siguiente sección del documento.

Los nuevos abogados de la dolarización para países en desarrollo, tales como Guillermo Calvo y Barry Eichengreen, difieren en forma importante de los abogados más tradicionales de los consejos monetarios y las uniones monetarias. El caso tradicional se basaba esencialmente en la fe en los mercados: den a la gente una moneda estable, y el mercado libre se ocupara de lo demás. En particular, los argumentos tradicionales en favor de una vinculación firme con otra moneda desechaban las preocupaciones acerca de precios y salarios inflexibles. Por contraste, los abogados de la nueva dolarización están fundamentalmente motivados por su *desconfianza* en los mercados. Cuando Eichengreen y Hausman exponen su teoría de que la dependencia de una deuda en moneda extranjera es peligrosa, aunque está profundamente enraizada en los fracasos de los mercados financieros de los países en desarrollo, y que probablemente no logrará

ser reducida mediante un tipo de cambio flotante, la denominan como la doctrina del "pecado original"; es la imperfección de los mercados, no su confiabilidad, lo que induce a estos economistas a abogar por un compromiso permanente con una moneda extranjera.

Al igual que los abogados de los tipos flotantes para los países en desarrollo, los que preconizan la dolarización opinan que mediante la selección del régimen de tipo de cambio apropiado, dichos países pueden reducir en gran medida el riesgo de crisis. Así, en ese sentido, están diciendo que las crisis *no* son un subproducto inevitable de la transformada naturaleza de la economía mundial. No obstante lo cual, también dicen que debe pagarse el precio de evitar la amenaza de crisis, porque la vieja lógica de la adhesividad-precio todavía resulta eficaz. Al fijar de manera permanente su tipo de cambio, un país se obliga a ajustarse a los choques reales mediante la deflación o la inflación. Y toda la evidencia existente sugiere que esto resulta tan difícil como en el pasado, por lo que los viejos argumentos en favor de la flexibilidad del tipo de cambio siguen siendo relevantes.

Considérese, en particular, el caso de Argentina. El consejo monetario del país ha sido ampliamente elogiado y conserva una inmensa popularidad en el país. Y probablemente ha proporcionado a Argentina cierta inmunidad contra un ataque especulativo. Por otra parte, es una camisa de fuerza para la política macroeconómica. La actual situación de Argentina tiene una clara semejanza familiar con la de la Gran Bretaña a raíz de la vuelta al patrón oro, con una credibilidad financiera fuerte, pero una economía real persistentemente débil.

Adviértase que no estoy abogando porque Argentina abandone su vinculación. Teniendo en cuenta la extensa dolarización ocurrida, con una importante deuda externa, pero también interna denominada en dólares, todo tiende a indicar que una devaluación sería contraccionista, sin mencionar ya la severa pérdida de credibilidad que tendría como consecuencia.

Por otra parte, cuando el vecino Brasil devaluó a principios de 1999, los resultados fueron claramente expansionistas, pues aunque la incapacidad de defender al *real* resultó humillante para el gobierno, los efectos fueron benignos, muy semejantes a lo ocurrido en el Reino Unido en 1992, y no comparables con lo acaecido en Tailandia o Indonesia en 1997. La explicación parece ser que las firmas brasileñas no tenían una deuda muy grande denominada en dólares. Por consiguiente, los efectos autorreforzadores de la hoja de balance que resultaron tan devastadores en otros países en desarrollo no se materializaron.

Ahora bien, ¿cuál es la razón de que la deuda argentina este en gran medida denominada en dólares, mientras que la brasileña no lo está? Una respuesta sin la menor duda se halla en el régimen de tipo de cambio, lo que nos retrotrae a la cuestión de la bipolaridad. Como el tipo de cambio fijo de Argentina ha conducido a una gran deuda denominada en dólares, el abandono de la vinculación a esa moneda sería probablemente catastrófico; de modo que en estas circunstancias sería más conveniente ir hasta el final del camino de la dolarización.

Empero, está también el asunto de la regulación. Los gobiernos pueden adoptar medidas para desalentar los empréstitos en moneda extranjera. (A mi entender las regulaciones brasileñas, de hecho, han logrado desalentar estos empréstitos, aunque me agradecería mucho que se me informara más acerca de ello.)

### c) Controles de la afluencia de capital

Como ya se señaló, hay dos líneas de convicción que sitúan la deuda a corto plazo en moneda extranjera en el centro de las crisis modernas: una, la evidencia econométrica dice que esa deuda es la que mejor predice el riesgo de crisis, y otra el hecho riguroso de que la incapacidad de refinanciar esta clase de deuda fue el principal componente de la reversión de cuenta de capital ocurrida en Asia de 1996 a 1998. Si a estos hechos empíricos se agrega la creciente convicción entre los teóricos de que la deuda en moneda extranjera (aunque no necesariamente deuda a *corto plazo* en moneda extranjera) desempeña un papel clave en la mecánica de la crisis, parecería natural llegar a la conclusión que el poner límites prudenciales a tal deuda sería un componente clave de cualquier paquete de medidas destinadas a limitar el riesgo de futuras crisis. Y, de hecho, las propuestas de emular los controles chilenos constituyeron un tema de discusión muy activo hace un año o dos.

Más recientemente, empero, la popularidad de estas medidas evidentemente ha venido desvaneciéndose. Aparte de la declinación general del interés por una reforma ahora que la crisis ha pasado, parece haber tres razones principales para este fenómeno.

La primera es que los que se ocupan de la deuda externa a corto plazo han comenzado a hacer hincapié en el régimen de tipo de cambio, en lugar de los impuestos o controles directos. Parece un poco peculiar, desde luego, confiar en la volatilidad de la moneda para que proporcione un impuesto implícito sobre los empréstitos en moneda extranjera; sin embargo, otras dudas acerca de los

límites de los empréstitos dan la impresión de haber creado una preferencia por esas medidas indirectas.

En segundo lugar, desde hace tiempo se han planteado preguntas sobre si los límites en los impuestos pueden ser aplicados con la seguridad de que serán cumplidos, en particular, si los prestatarios locales no pueden evadir los impuestos de tipo chileno recurriendo a transacciones más complicadas. Yo argüiría que la evidencia sugiere que un escepticismo tal resulta excesivo: se registrará cierta evasión, pero el caso no requiere una total perfección. Dicho con más fundamento, las mismas imperfecciones de los mercados financieros en los países en desarrollo que se han destacado tanto en la reciente literatura (el "pecado original" mencionado por Eichengreen y Hausman), limitarán la capacidad de las firmas locales para realizar operaciones financieras paralelas que reproduzcan la deuda en dólares a corto plazo, mediante transacciones incontroladas o que escapen a impuestos. A fin de caricaturizar este argumento ligeramente: no puede afirmarse que las firmas deben pedir prestado en el exterior en dólares, ya que carecen de la credibilidad o los medios institucionales para solicitar préstamos en moneda local o bien cubrir sus deudas en dólares, y al mismo tiempo afirmar que si los empréstitos en dólares son desalentados, dichas firmas tomarán préstamos en moneda local para cubrir con ellos una deuda de facto en dólares.

Finalmente, pasada ya la crisis, la mayoría de los analistas han vuelto a abrigar la preocupación de que cualquier forma de intervención reguladora que imponga muchas trabas burocráticas a las firmas dañará la aptitud de los países para participar en las ganancias que en general se obtienen de la globalización. Esto nos lleva, por último, al tema central de este documento, pero antes de proseguir tenemos que retornar brevemente al examen de la cuestión de los controles de los *flujos de salida* de capitales.

### d) Controles de los flujos de salida de capitales

Otra iniciativa que también ha caído rápidamente en desuso al pasar la crisis, es la propuesta de que "el sector privado se involucre", lo que equivale propiamente a una serie de reglas básicas o entendimientos que regularía los acuerdos de abstención acerca de la deuda a corto plazo cuando la crisis impacta. En este caso asimismo, la lógica y la evidencia empírica que apoya esas propuestas son claras. Si las crisis son pánicos que se autorrealizan, los inversores se hallan en el dilema de los prisioneros, en que no sólo es en el interés del país, sino

en el propio, imponerse cierta forma de toque de queda que ofrezca al mercado la oportunidad de calmarse. Y en 1997-1998, se debió sin duda a que la dirección de los flujos bancarios a corto plazo se revirtieron lo que determinó la reversión en la cuenta global de capitales de los países en crisis.

Esto no obstante, las tronantes objeciones de los bancos han contribuido en mucho a cerrar la discusión acerca de la implicación o comportamiento del sector privado. La principal objeción, según yo la entiendo, es la creencia de que en futuras crisis habrá muchos otros canales de fuga de capitales, de modo que singularizar a los bancos resultará ineficaz y será simplemente un castigo para ellos. Lo que es más, las perspectivas de verse así señalados en caso de ocurrir otra crisis hará que los bancos se abstengan de prestar en adelante.

Aun si estas objeciones son acertadas, una respuesta sería no abandonar la idea del compromiso del sector privado, sino ampliarlo, es decir, proponer que se impongan controles generales a la exportación de capitales como medida de crisis. Resulta casi innecesario decir que esta idea, aunque se derive directamente de la teoría sobre el caso, es anatema para la mayoría de los respetables comentaristas. La razón principal parece ser la creencia de que tales controles no serán efectivos, y también los temores de que tales controles erosionen las ganancias que generalmente se obtienen de la globalización, lo que nos retrotrae nuevamente al punto principal de este documento.

Así, y de manera paralela con la discusión sobre los controles a la importación de capitales, algunas de las dudas acerca del involucramiento del sector privado parecen inconsistentes con la doctrina del "pecado original", que se supone explica por qué los países resultan vulnerables en primer lugar. Si los mercados financieros locales están tan subdesarrollados que las firmas tienen que tomar préstamos en moneda extranjera, la capacidad de una fuga de capitales para causar una corrida final en torno a una abstención relativa a la resultante deuda en moneda extranjera será probablemente limitada. Y si la deuda en moneda extranjera, es fuente de vulnerabilidad, la perspectiva de que el involucramiento o implicación del sector privado disuada después los préstamos extranjeros, tal vez no sea una mala cosa.

Empero, haciendo a un lado dicho escepticismo, lo que uno termina por averiguar en este caso, así como en el caso de los controles a la afluencia de capitales, es que el origen primario de la falta de voluntad para adoptar medidas que pudieran reducir el riesgo de crisis es la preocupación de que de proceder de esa manera se erosionarían los beneficios de la globalización.

Considérese un país en desarrollo de ingreso medio de hace veinticinco años. (¿De qué país estamos hablando?, no importa.) Sin duda experimentaba muchos problemas, pero de ningún modo habría estado en riesgo de padecer una crisis al estilo de los años noventa. Para empezar, la moneda no sería plenamente convertible. Se necesitaría un permiso para adquirir moneda extranjera, y si bien esto no habría impedido todas las fugas de capital, sí hubiera evitado una fuga *rápida* en una crisis.<sup>2</sup> La deuda externa habría sido relativamente pequeña, en su mayor parte soberana y a largo plazo. Los problemas de la balanza de pagos podían presentarse y de hecho lo hacían; de hecho, los choques adversos a la cuenta corriente serían particularmente difíciles de tratar, puesto que no sería nada fácil obtener que afluyeran capitales compensatorios. Sin embargo, la devaluación sería una opción que estaría mucho más disponible, y en realidad formaría probablemente parte requerida de cualquier paquete de ayuda por parte del FMI.

Ahora, consideremos al país correspondiente en nuestros días. Habrá liberalizado su mercado de cambios, junto con muchas otras partes de la economía, y logrado alentadores éxitos en la tarea de elevar la productividad, desarrollar las exportaciones no tradicionales, y otros progresos. Estos éxitos habrán atraído considerables inversiones extranjeras. Algunas de estas inversiones son directas, pero también se habrán producido grandes afluencias financieras, principalmente en forma de dólares, euros o yenes prestados a firmas locales. Puede que también sean considerables los préstamos internos denominados en moneda extranjera.

El resultado es que la economía se desempeña mucho mejor cuando le tocan buenos tiempos, pero resulta mucho más vulnerable ante una repentina crisis. La llegada de malas noticias o tan siquiera el rumor de malas noticias pueden desencadenar una rápida fuga de capitales. Y la devaluación es una operación siempre arriesgada en el mejor de los casos, desastrosa en el peor, a consecuencia de la deuda en moneda extranjera.

¿Cómo llegaron a hacerse los países tan vulne-

<sup>2</sup> Una anécdota personal: el autor era asesor del Banco de Portugal en 1976, época en que Portugal tenía controles de cambios...y estaba perdiendo reservas rápidamente. Se han tejido muchas teorías sobre cómo el dinero estaba evadiendo los controles. Se descubrió, sin embargo, que los bancos locales estaban sencillamente atesorando los ingresos en moneda extranjera, en lugar de entregarlos al banco central. El problema de la "fuga de capitales" se resolvió con unas cuantas llamadas telefónicas. Lo que resultó particularmente irónico es que esos bancos locales eran propiedad del Estado por esa época.

rables? ¿Pueden reducir su vulnerabilidad, sin dejar de conservar las buenas cosas ocurridas con la transformación?

*a) Cómo llegaron a hacerse vulnerables los países*

¿Acaso no podían los países haber conservado los controles que limitaban la deuda en moneda extranjera y la fuga potencial de capitales? La respuesta es que algunos lo han hecho: los países desarrollados más grandes. China, y la India, todavía siguen operando con extensos controles de capital, y no tienen una gran deuda del sector privado en moneda extranjera. Y, sin la menor duda, es porque los dos gigantes asiáticos no han liberalizado todavía la cuenta de capital en la misma medida que otras naciones asiáticas, por lo que ambos (gracias a Dios) han atravesado las turbulentas aguas de las crisis financieras mundiales sin sufrir graves daños.

Mas ninguno de ellos, por decir lo menos, posee una economía sin problemas. Y al menos algunos de esos problemas están relacionados con los mismos aspectos del sistema económico que los ha protegido contra las crisis financieras. Los controles de cambios probablemente añaden dificultades a la tarea de exportar, pues necesariamente requieren de los exportadores que entreguen sus ingresos en divisas (no obstante que en ciertos casos se les otorgue el derecho a retener una porción), así como la obligación de que les sea aprobada la importación de insumos, y otros impedimentos. Esos controles probablemente también frenan las inversiones directas, pues los inversores potenciales no pueden estar seguros sobre las reglas que regirán para los insumos importados, la repatriación de las ganancias, etc. Y lo que no es menos importante, un sistema de controles comprensivo crea incentivos para la corrupción, lo que se ha vuelto parcialmente cuantificable en China, ya que el déficit en errores y omisiones se ha elevado en forma asombrosa.

Estos costos no son nuevos. Sin embargo, la preocupación por los costos de un sistema controlado es mucho mayor ahora que hace veinticinco años, no porque el viejo sistema funcione peor que en el pasado, sino porque el costo de oportunidad del sistema es mayor. Las oportunidades de exportación para los países en desarrollo son mucho más diversificadas de lo que eran en los años setenta. La inversión extranjera directa potencial, especialmente la que utiliza a los países como plataformas de exportación, parece ser mucho mayor. Y se ha extendido la creencia (que yo comparto) de que el crecimiento encabezado por las exportaciones y una apertura general al mundo es la última y me-

jor esperanza que les queda a los países en desarrollo para verdaderamente desarrollarse. De modo que el costo de un régimen que obstaculiza la globalización parece ser mucho mayor ahora que hace una generación.

Este es, pues, el sentido principal en que la creciente integración de la economía mundial ha incrementado el riesgo de las crisis financieras. Básicamente, las crecientes ganancias potenciales provenientes del comercio y la inversión extranjera elevan cada vez más para los países el costo de mantener controles que pueden interferir con el flujo de bienes y servicios o desanimar a las empresas multinacionales. Sin embargo, la eliminación de estos controles hace más probable que los países desarrollen vulnerabilidades financieras que posibilitan las crisis financieras.

Hacemos notar que incluso el método ahora preferido para limitar la vulnerabilidad financiera: un tipo de cambio flotante, que disuade a las firmas locales de la tentación de endeudarse fuertemente en moneda extranjera, es seguro que registrará incrementadas presiones a medida que prosigue la globalización. Se ha observado una orientación gradual en la literatura académica hacia la proposición de que los tipos de cambio flotantes, en realidad, disminuyen el comercio [véase, por ejemplo, Rose (2000)]. Todo el que haya seguido los intensos debates sobre la adopción por la Gran Bretaña del euro, también conoce que muchos participantes del sector privado afirman que los tipos flotantes constituyen un impedimento a la inversión directa. En cierto modo, no importa si estos argumentos están en lo cierto, mientras sean de creencia generalizada. Es un factor que aumentará la presión para que se mantenga estable el tipo de cambio. Sea lo que fuere, la perspectiva de ganancias provenientes de la integración hará que los países se vean impulsados a alejarse de políticas que hubieran hecho de las crisis un fenómeno menos probable.

*b) ¿Es la dolarización la respuesta?*

El creciente apoyo de la dolarización entre economistas serios generalmente no asociados con opiniones doctrinarias sobre el libre mercado, constituye un nuevo y sorprendente suceso. El movimiento se apoya en un caso sólido: arguye, en efecto, que la dolarización del sector privado, bajo la forma de deudas en gran escala denominadas en moneda extranjera, no puede ser evitada más que con medidas que minarán las ganancias de los que participan en la economía global. Y si hay una amplia dolarización del sector privado, la conservación de la moneda nacional se convierte en un pa-

sivo más bien que en una ventaja. De modo que lo mejor es ir hasta el final del camino.

Haciendo a un lado por el momento la cuestión de si esta opinión es realmente correcta, es preciso, sin embargo, preguntarse si la dolarización eliminará el riesgo de crisis.

Esto usualmente se plantea como interrogante acerca de la capacidad del banco central para servir como prestamista de última instancia en caso de dificultades financieras internas. Es decir, ¿se habrá realizado un simple intercambio entre el riesgo de crisis impulsada por desajuste monetario y un riesgo igual de crisis impulsado por desajuste de maduración? Las opiniones están agudamente divididas acerca de si este es el verdadero problema. Evidentemente, una vez que no existe ya una moneda nacional, no es posible imprimir dinero para acudir rápidamente en ayuda de las instituciones en problemas; y no parece políticamente realista suponer que el Fed o el ECB estarán dispuestos a otorgar una garantía incondicional de que proveerán esos fondos. Por otra parte, si el gobierno nacional sigue estando en aptitud de pedir préstamos, o bien mantiene grandes reservas de activos líquidos, contará desde luego con fondos disponibles. Una respuesta poco satisfactoria es que si muestra cautela, el gobierno de un país dolarizado podrá prepararse para hacer frente a muchas crisis financieras potenciales, aunque no a todas.

El principal riesgo, a mi parecer, es que la dolarización monta el escenario para las crisis *no financieras*. Considérese, nuevamente, las actuales dificultades de Argentina. Es una economía deprimida por la inadecuada demanda, que encara una presión deflacionaria sostenida, y que enfrenta asimismo déficit presupuestarios debidos en gran parte a esa economía deprimida. El cuadro empeora por la creciente agitación social. Y sin embargo, no parece que el gobierno pueda hacer gran cosa: la política monetaria no existe, la política fiscal expansionista ha sido descartada (de hecho, los movimientos fiscales han sido contractionistas, a fin de calmar a los acreedores). No llegaré hasta predecir que esto desembocará en una sostenida espiral descendente política y económica, pero otros, incluido el ex presidente Menem, han predicho precisamente eso mismo.

Claro está, Argentina no está todavía oficialmente dolarizada, únicamente tiene un consejo monetario. Y la respuesta de los abogados de la dolarización es, en consecuencia, que debería dar remate a la tarea. Empero, ¿en qué exactamente ayudaría esto? (Es cierto que probablemente haría que bajarán las tasas de interés, pero eso sería una ganancia de carácter único, y seguramente no sería suficiente para generar una recuperación económica.)

Y aun una economía totalmente dolarizada resultaría vulnerable a la clase de dificultades de sobrevaluación/presupuesto que ahora enfrenta Argentina.

El punto no es que Argentina esté perdida, pues el país se halla lejos de esa situación. Es, más bien, que hubo razones por las que los países abandonaron el patrón oro en primer lugar, y esas razones son relevantes precisamente hoy día. Nos permitimos robar una línea al *Economist*, que en una ocasión la usó acerca de la Gran Bretaña y el sistema monetario europeo (EMS): si los países en desarrollo se dolarizaran, no tendrían los problemas actuales, en su lugar tendrían otros.

### c) ¿Medidas parciales?

Es probablemente verdad que dadas las ganancias potenciales de la integración, el costo de oportunidad de los regímenes de control de moneda "chapados a la antigua", que eran a la vez extensivos y permanentes, resulta sencillamente demasiado alto. ¿Pero acaso otras medidas más limitadas podrían todavía desempeñar un papel?

En este punto, sé perfectamente que me he salido del contexto de la discusión como se desarrolló el pasado año. Sin embargo, déjenme decirles que los principales argumentos contra las medidas limitadas no han salido muy bien librados a la luz de los recientes acontecimientos.

Primero, el argumento de más peso contra las regulaciones destinadas a limitar la deuda a corto plazo en moneda extranjera es que esas regulaciones no pueden hacerse efectivas, pues las fugas de capital seguirán ocurriendo a través de otros canales y las firmas pueden renovar su propia deuda en moneda extranjera de manera indirecta. Tales opiniones a veces se relacionan con descripciones a lo Friedman (se trata de Tom, no de Milton) sobre el "rebaño electrónico", de movimientos de capital que no pueden ser detenidos a consecuencia de la moderna tecnología. Sin embargo, la fuga de capitales en esta última crisis fue sumamente prosaica: fue esencialmente una cuestión de deuda a corto plazo en moneda extranjera.

Posiblemente también valga la pena señalar que todo el mundo está en favor de una regulación prudencial en otras áreas: límites a la exposición bancaria, requisitos de transparencia y reforma de la gestión corporativa, etc. No parece existir ninguna buena razón para que la regulación prudencial de la exposición a la moneda extranjera sea considerada como menos legítima o menos factible que cualquier otra regulación.

Segundo, la misma naturaleza prosaica de la fuga de capitales en la reciente crisis sugiere que la

implicación del sector privado no es tan poco factible como sus oponentes lo han hecho parecer. Puede ser que llegue un momento en que tales medidas se dirijan a una parte tan pequeña del problema que resulten totalmente ineficaces; pero ese momento no ha llegado.

Finalmente, resulta interesante volver hacia atrás la mirada y leer los primeros pronunciamientos de los funcionarios financieros y la comunidad inversora acerca de las perspectivas para Malasia en lo que se refiere a controles de capital, pronunciamientos que explícitamente advertían que tales controles eran completamente inoperantes, que el resultado sería una severa contracción económica. Sin embargo, incluso si usted se muestra escéptico acerca del papel que desempeñaron esos controles en la recuperación de Malasia (las pruebas, en efecto, distan de ser decisivas), al menos uno puede decir que tales medidas no son tan desastrosas o imposibles de implementar como mucha gente afirmaba, aun en una economía con una elevada participación del comercio en el PIB y una fuerte inversión extranjera directa. Como último recurso, en épocas de muy severa crisis, los controles de emergencia para los flujos de salida de capitales siguen siendo una opción.

En resumen, sería un error pintar un cuadro demasiado severo. Las excelentes ganancias procedentes del comercio y la inversión significan que los países no pueden ahora justificar los extensivos controles que en cierta época los hicieron inmunes a las crisis financieras del tipo ahora tan común. No obstante, las medidas para una limitada protección, tanto como protección contra las crisis, como para encontrar la manera de contener las crisis cuando ocurren, siguen siendo opciones válidas.

#### *d) ¿Resolverá la globalización sus propios problemas?*

Aunque existe la posibilidad de que los lazos entre globalización y riesgo de crisis puedan debilitarse, el hecho es que continúan ofreciendo un cuadro más sombrío del que nos gustaría observar. Pienso que las sombras son reales: A pesar de nuestros mejores esfuerzos, la más estrecha integración de la economía mundial puede que también signifique un incrementado riesgo de crisis en los años venideros. Ahora bien, ¿se trata simplemente de un problema de transición? ¿Podemos esperar que a largo plazo contemos nuevamente con un mundo más integrado y relativamente libre de crisis financieras? Existen dos canales a través de los cuales esto podría ocurrir.

El primero es que la creciente integración de los mercados de bienes y servicios puede hacer que las crisis financieras sean menos probables. No me re-

fiero ahora, al argumento comúnmente ofrecido en el contexto de la Unión Monetaria Europea: que la creciente integración eliminará los choques asimétricos a las economías nacionales; este argumento me parece erróneo, tanto en teoría como en la práctica. (El comercio creciente lleva a una incrementada especialización que, si algo cambia, es que los choques se vuelven menos simétricos que antes.) Más bien, es una cuestión de respuesta macroeconómica.

Volviendo al modelo holgado de crisis financieras que se ilustra en la gráfica II, el elemento clave en la misma es la región perversamente en pendiente de la curva del mercado de bienes, que corresponde a la posibilidad de que los efectos contraccionistas de hoja de balance de la depreciación monetaria compensarán los efectos expansionistas procompetitivos de dicha depreciación. Supongamos, empero, que la participación de la producción intercambiada se incrementa. Esto significará que el efecto procompetitivo de la depreciación opera sobre una parte mayor de la economía (y también que los efectos de hoja de balance de la depreciación sobre el gasto recaen más en las importaciones, menos en los bienes internos). En el límite, un país que haya exportado todo lo que produjo no podría tener esa curva con pendiente hacia atrás. La depreciación sería expansionista sin ambigüedad. Ningún país ha llegado a ese límite, ni parece probable que pueda llegar a estar muy cerca de él, pero la creciente integración del mercado de bienes contribuirá, no obstante, a reducir la posibilidad de los efectos perversos de la depreciación.

El segundo canal a través del cual la globalización podría reducir el riesgo de crisis es por la vía de la inversión directa. Las subsidiarias locales de las firmas multinacionales no estarán sujetas a los mismos efectos adversos de hoja de balance de la depreciación de que son víctimas las firmas locales. De hecho, es muy difícil ver como una economía que consiste sobre todo de operaciones locales por parte de las firmas internacionales podría arreglárselas para experimentar una crisis de cualquier tipo, salvo como parte de una crisis global. Diremos otra vez, sin embargo, que no existe economía (ni tan siquiera Singapur) que haya alcanzado este caso límite, y ni tan siquiera es probable que se logre pronto. Incluso las economías regionales dentro de Estados Unidos tienen firmas locales que pueden verse envueltas en dificultades financieras que se reforzarán mutuamente. Empero, el movimiento en esa dirección, repetimos, hará que las crisis sean un poco más difíciles de crear.

El efecto de la incrementada integración económica sobre el riesgo de crisis puede argumentar-

se que será entonces una U invertida: transcurridas ciertas décadas de riesgo creciente, las cosas empezarán a calmarse nuevamente, pero recuérdese que China e India no han realizado todavía su apertura en la medida que puedan experimentar crisis financieras, y que, sin embargo, la presión para que así lo hagan es cada vez mayor. Una buena predicción es sin la menor duda que el camino va a seguir estando lleno de baches por muchos años todavía.

### Referencias bibliográficas

- Aghion, P., P. Bacchetti y Banerjee, A (1999), *A simple Model of Monetary Policy and Currency Crisis*, texto mimeografiado.
- Calvo, G. (1999), *Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Preliminaries of a Turn-of-Millennium Rematch?*, texto mimeografiado.
- Calvo, G. (2000), *Capital Markets and the Exchange Rate (with special reference to the dollarization debate in Latin America)*, texto mimeografiado.
- Céspedes, L., R. Chang, y A. Velasco, (2000), *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*, NBER (documento de trabajo, nº 7840).
- Chang, R., y A. Velasco (1999), *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*, NBER (documento de trabajo, nº 7272).
- Corsetti, G., P. Presenti, y N. Roubini, (1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?*, NBER (documento de trabajo, nº 6843).
- Diamond, Douglas, y Philip Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, vol. 91, pp. 401-19.
- Dooley, M. (1997), *A Model of Crises in Emerging Markets*, NBER (documento de trabajo, nº 6300).
- Eichengreen, B., y R. Hausman (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", presentado, en la Conferencia de Jackson Hole de 1999.
- Feldstein, M. (1999), "A Self-help Guide for Emerging Markets", *Foreign Affairs*, marzo-abril.
- Frankel, J., y A. Rose (1997), "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment", *Journal of International Economics*, vol. 41, pp. 351-66.
- Goldstein, M. (1999), *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System* (Informe del equipo especial del Consejo de Relaciones Exteriores).
- Krugman, P. (1998), *What Happened to Asia?*, texto mimeografiado.
- Krugman, P. (1999a), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", en P. Isard, A. Razin y A. Rose (eds.), *International Finance and Financial Crises*, Kluwer.
- Krugman, P. (1999b), *Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis*, texto mimeografiado.
- Rodrik, D., y A. Velasco (1999), *Short-term Capital Flows*, NBER (documento de trabajo, nº 7364).

Copyright of Boletin is the property of Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos and its content may not be copied or emailed to multiple sites or posted to a listserv without the copyright holder's express written permission. However, users may print, download, or email articles for individual use.