

Regreso a la economía de la depresión

PAUL KRUGMAN

Una bocanada de los años treinta

En la primavera de 1931, el banco más grande de Austria, el Credit Anstalt, estaba al borde de la quiebra. El gobierno austriaco no podía simplemente estar ahí a la espera y dejar que se derrumbara, pero cuando acudió al rescate del banco con grandes sumas de moneda nacional recién acuñada, la fuga de capital resultante disminuyó rápidamente las reservas de oro y de divisas de Austria. La respuesta obvia hubiera sido abandonar el patrón oro y dejar la moneda en flotación, pero esta solución era inaceptable, no sólo porque una caída en el valor del chelín hubiera magnificado el peso de la deuda denominada en divisas, sino porque una devaluación de la moneda hubiera asestado un golpe devastador a la confianza del país, cuyos recuerdos de la hiperinflación de la posguerra estaban aún vivos. Austria pidió ayuda a sus vecinos y al entonces nuevo Banco para Pagos Internacionales, pero la asistencia que se le brindó no fue suficiente y llegó demasiado tarde. Al final, el gobierno, desesperado, recurrió a controles del capital.

Esta es una historia conocida de los historiadores de la economía. También es asombrosamente moderna. Si el argumento no encaja exactamente con ninguna de las economías avasalladas por la crisis en el mundo, suena mucho como un pastiche de los recientes acontecimientos en Indonesia, Malasia y Brasil. La principal diferencia ahora es que los intentos de rescate financiero por parte de la comunidad internacional se han vuelto una rutina. Cuando un país está en apuros en la actualidad no tarda en entrar en escena un equipo SWAT del Fondo Monetario Internacional y del Tesoro de Estados Unidos. Supongamos, sin embargo, que el FMI pudiera usar una máquina del tiempo para enviar a sus mejores doctores en dinero a la primavera de 1931 en Viena, pero sin la capacidad de ofrecer una línea de crédito enorme y sin hacer preguntas. ¿Qué dirían los expertos de hoy en día? ¿Qué podrían decir a los austriacos que ellos no supieran ya?

La mayoría de los economistas modernos –si acaso piensan en ello– consideran que la Gran depresión fue una tragedia gratuita e innecesaria. Creen que lo que podría haber sido una recesión común y olvidable se convirtió en una pesadilla gracias a la estupidez (o por lo menos a la ignorancia) de los políticos. Si por lo menos la Reserva Federal no se hubiera preocupado por defender los patrones oro en vez de la economía real; si por lo menos Herbert Hoover hubiera seguido una política fiscal expansionista en vez de tratar de equilibrar el presupuesto; si por lo menos la política en general no hubiera estado regida por una filosofía "liquidacionista", que veía el dolor económico a corto plazo como un purgante necesario por los excesos previos, entonces la catástrofe hubiera sido evitable fácilmente. Y como ahora sabemos más, no puede volver a suceder.

¿O sí? Hace sólo dos años, yo y la mayoría de mis colegas teníamos bastante confianza en que aunque el mundo siguiera sufriendo dificultades económicas, esos problemas ya no tendrían gran parecido con la crisis de los años treinta, porque los economistas y los políticos habían aprendido las lecciones de esa década y ya nunca iban a ajustar de nuevo la política monetaria y fiscal frente a la recesión. Es cierto que México sufrió un severo

golpe en 1995 y la economía del Japón se había estancado desde 1991, pero parecía que se trataba de casos especiales, que se racionalizaba fácilmente como el resultado de políticas sumamente mal dirigidas.

Quizás tendríamos que ser más sensatos y darnos cuenta, por ejemplo, de que el dilema que Austria enfrentó en 1931 podía con la misma facilidad surgir en el mundo moderno y de que ahora, como entonces, no hay buenas respuestas. De todos modos, no hay equívoco en la lección de los acontecimientos económicos aterradores de los dos últimos años: la crisis económica en Asia y su difusión en América Latina, la profunda depresión en Japón y el pánico, breve pero siniestro, que barrió los mercados de bonos el otoño pasado. La verdad es que la economía mundial plantea más peligros de los que habíamos imaginado. Problemas que pensábamos que sabíamos cómo curar se han vuelto intratables una vez más, como bacterias temporalmente eliminadas que acaban desarrollando una resistencia a los antibióticos. Más concretamente, el problema de la demanda agregada –de conseguir que la gente gaste lo suficiente para emplear la capacidad productiva de la economía– no es siempre, como podríamos haber pensado, un problema con una solución fácil. Mientras que muchas veces sería posible que algunos países, especialmente las economías grandes, estables y autosuficientes como Estados Unidos, manejaran las recesiones simplemente acuñando más moneda, encontramos un número cada vez mayor de casos en los que los países o bien no pueden aplicar esa misma medicina, o bien ésta es ineficaz. Hay, en suma, una bocanada de aire de los años treinta.

La cuestión es que no todas las dificultades económicas actuales necesariamente empeorarán. Hay una posibilidad razonable de que 1999 traerá una cierta recuperación económica en Asia, si no es que el comienzo de una escalada real a la salud económica. **Incitando a la acción a la Reserva Federal** (más algo de suerte), Estados Unidos consiguió evitar un pánico financiero el otoño pasado. Hasta puede que a Japón le vaya mejor en 1999 de lo que le fue en 1998. Pero aun si todas las crisis actuales sobreviven a la adversidad, el simple hecho de que puedan suceder –y de que las respuestas políticas convencionales hayan resultado ineficaces o bien inexistentes– es una advertencia pavorosa. Los problemas de los años noventa tienen claras similitudes con los problemas de los años treinta; también las soluciones. Mejor hubiera sido que empezáramos volviendo a aprender nuestra economía de la depresión.

Es a corto plazo, estúpido

Antes de los años treinta, la mayoría de los economistas consideraban que el ciclo de los negocios –la alternancia de recesiones y recuperaciones– era una cuestión relativamente menor. Fueran cuales fueran las causas de esas

fluctuaciones, los economistas creían que las caídas bruscas se autocorregían y que la economía tendía siempre a restaurar el pleno empleo a largo plazo. De ahí que el problema económico fundamental fuera asegurar el empleo eficiente de los recursos, y no que éstos se emplearan. Ya en 1923, John Maynard Keynes regañó a sus colegas amonestándoles a que no ignoraran el corto plazo: "Este a largo plazo es una mala guía para los problemas presentes. A la larga todos estaremos muertos. Los economistas se proponen una tarea demasiado fácil y demasiado inútil si en temporadas tempestuosas lo único que pueden decirnos es que cuando la tormenta haya pasado, el mar estará de nuevo en calma."

Pero no fue sino hasta la Gran depresión cuando los economistas se dieron cuenta de que los déficits de demanda a corto plazo tenían una importancia crucial. Quizás las caídas

bruscas se corrigieran aún a sí mismas a largo plazo, pero ¿sobreviviría la economía para llegar al largo plazo?

Dada la experiencia de la Depresión, se podría haber pensado que la economía clásica había acabado para siempre. Pero el éxito que tuvo la economía keynesiana en apagar el ciclo financiero significaba que el antiguo centro de atención en el pleno empleo a largo plazo podía resurgir con una nueva justificación. Una vez nrrs fue sensato suponer que la economía siempre iba a tener tendencia a regresar rápidamente al pleno empleo, no a causa de un mecanismo automático, sino porque políticos inteligentes emplearían la política monetaria y fiscal para que llegara a ese punto. Lo mismo que las uvas vinícolas que sobrevivieron a la epidemia de filoxera gracias a un injerto de un tronco de raíz norteamericano, la teoría económica clásica sobrevivió a la Gran depresión gracias a un injerto de la hipótesis de que el impulso a la política monetaria y fiscal aseguraría más o menos el pleno empleo. En los años cincuenta, Paul Samuelson llamó a la resurrección de la teoría económica clásica del pleno empleo la "síntesis neoclásica". Esta sigue siendo hasta hoy la posición de aquéllos que aprecian los mercados libres pero no los veneran. Véase por ejemplo, lo que escribí en Slate hace dos años en un artículo titulado "Keynesianos vulgares": "En realidad, el Consejo de la Reserva Federal administra activamente las tasas de interés empujándolas hacia abajo cuando piensa que el empleo está demasiado bajo y las eleva cuando cree que la economía se está sobrecalentando. Se puede discutir el juicio del presidente de la Reserva Federal –uno puede pensar que debería mantener la economía con la rienda más suelta–, pero difícilmente se puede impugnar el poder clue tiene. En realidad, si se quiere un modelo simple para predecir la tasa de desempleo en Estados Unidos, en el transcurso de los próximos años, ahí está éste: será lo que Greenspan quiere que sea. más o menos un error al azar que reflejará el hecho de que Greenspan no es Dios."

Pero incorporar a Greenspan (o a su sucesor) al panorama restaura mucho de la visión clásica de la macroeconomía. En vez de una mano invisible que empuja la economía hacia el pleno empleo a un largo plazo no especificado, tenemos la mano visible de la Reserva Federal empujándonos hacia su cálculo de la tasa no inflacionaria de desempleo a lo largo de dos o tres años.

Para un seguidor de la síntesis neoclásica como yo, lo que en realidad altera la visión de los problemas actuales del mundo no es tanto la posibilidad de que irán en espiral hacia una nueva Gran depresión, que sigue siendo improbable y que en realidad parece haber retrocedido en los últimos meses. El problema, en vez de lo anterior, es que, por primera vez, desde los años treinta, no podemos estar seguros de que el gobierno pueda o desee aumentar la demanda cuando nosotros lo necesitamos.

La trinidad no santa

¿Qué es lo que ha ido mal? A pesar de todo, parece que hay dos problemas muy aparte: los de los países en desarrollo, amenazados con flujos de dinero fresco, y los de las economías maduras que enfrentan una "trampa de liquidez".

Cuando el sistema de Bretton Woods de tasas de cambio fijas, que había regido los asuntos monetarios en el mundo de la posguerra, empezó a mostrar signos de tensión en los años sesenta, una serie de economistas empezó a pensar que había un dilema fundamental –o para ser más precisos, un "trilema"– en el meollo de las finanzas internacionales. Análisis como el del teórico canadiense Robert Mundell indicaban que, como un asunto fundamental de lógica económica, los países no podían conseguir todo lo que quieren y que

cualquier sistema de tasas de cambio implica sacrificar algunos objetivos importantes para alcanzar otros.

Tres objetivos conflictivos en particular, a los que a veces se llamó la "trinidad irreconciliable", han preocupado a los arquitectos financieros internacionales. Primero, a los países les gustaría conservar la oportunidad de una política monetaria independiente, es decir, les gustaría ser capaces de reducir las tasas de interés **para combatir las recesiones y** elevarlas para combatir la inflación. Segundo, a los países les gustaría tener tasas de cambio más o menos estables porque las fluctuaciones erráticas en el valor de su moneda crean incertidumbre para los negocios y a veces pueden causar graves alteraciones del sistema financiero. Tercero, a los países les gustaría mantener la convertibilidad plena, es decir, les gustaría asegurar a las empresas que pueden sacar y meter dinero libremente en el país, aunque sólo fuera para evitar la burocracia, el papeleo y las oportunidades de corrupción asociadas inevitablemente con cualquier intento de limitar los movimientos de capital.

Desafortunadamente, esos objetivos son en realidad irreconciliables. La ley de hierro de las finanzas internacionales es que los países pueden lograr a lo sumo dos de estos tres objetivos. La lógica de esta ley se vuelve obvia cuando se piensa en lo que sucede cuando un país trata de obtener los tres. Supongamos que un país, como los miembros del Sistema Monetario Europeo, quisiera mantener la movilidad del capital y también comprometerse a mantener su tasa de cambio fija, comprando o vendiendo su moneda en los mercados de divisas cuando fuera necesario. ¿Podría reducir las tasas de interés para combatir una recesión? No durante mucho tiempo. Si Francia quisiera tratar de reducir sus tasas de interés por debajo de los niveles de Alemania, los inversionistas, al saber que la tasa de cambio es fija, verían una oportunidad de ganancia en el "comercio de transferencias". Es decir, recibirían prestado en francos franceses, cambiarían el producto por marcos alemanes y los invertirían en Alemania. Para impedir esta oferta creciente de francos y que la demanda de marcos hiciera descender el valor de su moneda, el Banco de Francia tendría que vender marcos y comprar francos a la vez. Aun si el banco empezara con decenas de miles de millones en su cuenta, pronto descubriría que esas reservas se habrían agotado. Entonces habría que elegir. Francia tendría que renunciar a su intento de reducir las tasas de interés y abandonar la meta de una política monetaria independiente, o bien dejar que el franco cayera y renunciar a la meta de estabilidad de la tasa de cambio. Alternativamente, podría imponer algún tipo de controles de capital, limitando la capacidad de los inversionistas de convertir francos en divisas.

El trilema de las finanzas internacionales obliga a los países a elegir entre tres regímenes de cambio básicos: uno de cambio flotante, que permite total libertad de transacciones internacionales y deja que el gobierno use la política monetaria para combatir la recesión a costa de fluctuaciones erráticas; una tasa fija, que adquiere estabilidad a costa de la independencia monetaria, o controles de capital, que pueden reconciliar una tasa de cambio relativamente estable con cierta independencia monetaria pero sólo a costa de otros problemas.

Desde que la primera guerra mundial rompió con el clásico patrón oro, todos esos regímenes se han intentado reiteradamente. La sabiduría convencional acerca de qué régimen es el más deseable ha pasado por ciclos. Pero hace dos años, la opinión mayoritaria entre los economistas –y de un modo menos decisivo en la comunidad política internacional– estaba claramente a favor de tasas flotantes. Alguna vez había habido una considerable simpatía por intentos de limitar la variación de la tasa de cambio: por

ejemplo, los "niveles ajustables" de la época de Bretton Woods, en los que las tasas se mantenían normalmente dentro de bandas estrechas pero se ajustaban en ocasiones según dictaban las circunstancias. Pero la experiencia mostró que la mera alusión a una posible devaluación frente a un capital altamente móvil provocaba ataques especulativos masivos. Así que esos sistemas de compromiso acabaron y los países o bien renunciaban y dejaban sus monedas en flotación, o prevenían la especulación descartando cualquier posibilidad de futuros cambios en los valores de la moneda. Y eso significaba que para adoptar cualquier tipo de tasa de cambio fija en realidad se necesitaba renunciar completamente al ajuste monetario.

Hong Kong nos brinda un ejemplo clásico. La agitación económica en el resto de Asia y la devaluación de las monedas de muchos de los países vecinos han dejado a Hong Kong claramente sobrepreciada y dirigida a registrar desempleo. Ninguna ley iba a impedir la solución de libro de texto: una devaluación del dólar de Hong de una sola vez. Pero las autoridades económicas de la ciudad han llegado a la conclusión de que la única manera de impedir la especulación masiva contra la moneda, cada vez que hay una contrariedad económica, es comprometerse firmemente a mantener constante su valor en dólares estadounidenses. Por lo tanto, se debe poder soportar una recesión simplemente.

Un país podría evitar cerrar su tasa de cambio reinstituyendo controles de capital del tipo que predominaron en las dos primeras décadas de Bretton Woods, que permitían que los niveles de ese sistema fueran verdaderamente ajustables, pero los costos de esos controles parece que son un alto precio a pagar. Una tasa de cambio en la libre flotación parece, pues, el menor de tres males. Hasta los economistas, que en general están a favor de la libre flotación, coinciden en que regiones estrechamente integradas, que constituyen "zonas de moneda óptimas", deberían adoptar la forma definitiva de tasa de cambio, una moneda común. (Si la nueva eurozona constituye o no una zona de este tipo es otra cuestión.) Pero como regla general, la alternativa que prefiere la mayoría de los economistas es una tasa de cambio en flotación. Este tipo de tasa es, en particular, la más congruente con la síntesis neoclásica porque deja a los países libres de perseguir tanto políticas de libre mercado como de pleno empleo.

Caída libre

El problema es que mientras que una tasa de cambio en flotación libre parece la adecuada para algunos países, no funciona en el caso de otros. Por una parte. Estados Unidos está bien atendido con su política general de abandono benigno del valor que tiene como divisa el dólar. Aunque las tasas dólar-yen y dólar-marco pasan por rotaciones irritantes, esta incomodidad no cabe duda de que es menor, comparada con la libertad de acción que la ausencia de un compromiso con la tasa de cambio confiere a la Reserva Federal, que puede reducir abrupta e inmediatamente las tasas de interés cuando se vislumbra una recesión o una crisis financiera. Algunos países pequeños avanzados también parece que prosperan con tasas en flotación. La buena disposición de Australia a dejar que se deslice su moneda ha permitido

hasta ahora a esa economía salirse de la crisis asiática con un perjuicio muy menor. a pesar de que la mayoría de sus exportaciones van o a Japón o a los atormentados tigres. Hasta ahora, los inversionistas perciben la depreciación del dólar australiano como una oportunidad de compra y esta percepción estabilizadora ha permitido que la moneda expe-

rimente una devaluación moderada que ha contribuido a mantener la economía activa. Por otra parte, una lección primordial de los últimos años parece que es que los países en desarrollo no pueden jugar el mismo juego. Para estas economías, los intentos de depreciaciones modestas de la moneda han fracasado repetidas veces, pues la caída inicial ocasiona un círculo vicioso en el que las expectativas de una devaluación cada vez mayor se convierten en profecías que se autocumplen.

Esto no sólo es aplicable a la crisis asiática. Piénsese en el intento que hizo México de una devaluación limitada en diciembre de 1994. Muchos economistas, yo incluido, creían que el peso en realidad estaba sobrevaluado, que los precios y costos mexicanos habían subido demasiado alto, comparados con los de cualquier otra parte, y que esa sobrevaluación era una razón importante para que México, como dijo Rudiger Dornbusch, tuviera un historial de "estabilización, reforma y no crecimiento". Pero lo mismo podría haberse dicho del Reino Unido el verano de 1992. Se podría haber esperado que la decisión que tomó México de dejar que su moneda cayera tuviera las mismas consecuencias benignas que la decisión de Inglaterra de hacer lo mismo dos años antes. Pero en tanto que los inversionistas consideraban que la libra débil era una oportunidad de compra, el peso mexicano se fue en caída libre y se estabilizó sólo después de que hubiera perdido la mitad de su valor. E incluso esto sucedió sólo con un paquete de rescate de 50 mil millones de dólares con tasas de interés de 75 por ciento o más al año.

En aquel momento este resultado catastrófico de la depreciación parecía un caso especial. México ha sido históricamente un país propenso a las crisis y se podría argumentar que las incertidumbres políticas provocadas por levantamientos campesinos, asesinatos y la izquierda populista, aún poderosa, hacían al país especialmente vulnerable a una crisis de confianza. Pero, a la luz de los acontecimientos subsiguientes, el llamado efecto tequila se ha de contemplar ahora, no como una excepción, sino como el ejemplo de una nueva regla, sintetizada por algunos políticos de Washington en el lema "Para los países en desarrollo no hay devaluaciones menores". Cuando Ragnar Nurske cuyo libro de 1944. *International Currency Experience*, brindó gran parte de los antecedentes intelectuales para la conferencia de Bretton Woods escribió sobre la agitación del mercado en el periodo entreguerras en Europa, podría muy bien haber

estado escribiendo sobre acontecimientos recientes en Asia y Latinoamérica: "Cuando la gente se empezó a dar cuenta del carácter unilateral del movimiento, las anticipaciones de una depreciación aún mayor se convirtieron en una influencia dominante en el mercado de cambios. En aquel momento la depreciación del cambio perdió su capacidad de atraer al capital extranjero y determinó a su vez un proceso acumulativo de fuga de capitales... En sus efectos en la balanza de pagos, el flujo de capital se volvió desequilibrante en vez de equilibrante. La depreciación de una moneda era idónea para ser tornada como un ejemplo del destino que podría sobrevenir a otras... En estas circunstancias, un país tras otro tuvieron que adoptar medidas drásticas, con o sin ayuda extranjera, para detener el descenso y estabilizar la tasa de cambio."

¿Cuáles son estas "medidas drásticas"? Después de la devaluación del Tai baht en julio de 1997, un país asiático tras otro se vieron obligados a elevar abruptamente las tasas de interés para detener el hundimiento de su moneda. A su vez, la combinación de altas tasas de interés y depreciación de la moneda, que aumentaba la carga de la deuda en divisas, provocó una crisis financiera y una severa depresión. En Latinoamérica, los países en general han respondido preventivamente a la fuga de capital. Brasil ha defendido su real

con tasas de interés de casi 50 por ciento, en tanto que México, después de permitir que el peso se deslizará, también ha aumentado abruptamente las tasas en su defensa.

La economía de libro de texto podría sugerir que los países, que sienten la necesidad de elevar las tasas de interés, podrían compensar el efecto sobre la demanda adoptando políticas fiscales expansionistas, como elevar el gasto gubernamental o bajando los impuestos. Pero, en la práctica, la necesidad de volver a ganar la confianza del mercado ha empujado a los países amenazados con un ataque especulativo en dirección opuesta. Los programas del FMI inicialmente requerían que las economías asiáticas adoptaran la austeridad fiscal, pero más tarde el FMI reconoció tácitamente que esto había sido un error y flexibilizó los requisitos. Pero los países han sido, a pesar de todo, reacios a tratar de expandir sus economías manteniendo mayores déficits de presupuesto, o acuñando más dinero. En Brasil, la reducción del déficit presupuestal se ha vuelto crucial, no por razones económicas estrictas, sino como una demostración de la seriedad del gobierno. En México, el gobierno también se ha visto obligado a reducir radicalmente el gasto y a elevar los impuestos para mantener la credibilidad con el mercado. Es posible que los peores efectos de esta ola de política macroeconómica perversa elevar las tasas de interés, aumentar los impuestos y reducir el gasto del gobierno frente a la recesión ya estén superados. Los países asiáticos han llegado a estabilizar sus tasas de cambio de manera bastante convincente para volver a bajar las tasas de interés a niveles anteriores a la crisis, y hay signos de que el hundimiento en el producto y el empleo está saliendo del fondo, aunque esta depresión ha dejado a tantas compañías efectivamente en la bancarrota que es difícil ver cómo se podrá abrir camino una verdadera recuperación. La combinación de políticas fiscales y monetarias severas parece garantizar todavía que haya una grave recesión en Brasil y por lo menos una brusca caída en México, pero tal vez el daño no será tanto como algunos de nosotros tememos.

No obstante, aun cuando se logre contener esta crisis en concreto, tendríamos que estar profundamente perturbados de que simplemente pudiera suceder. La moderna economía mundial tendría que estar mucho mejor ubicada para impedir este tipo de episodios que la economía de entreguerras. Entendemos la naturaleza de las recesiones mucho mejor que nuestros abuelos. A diferencia de Austria en 1931, también disponemos de un marco institucional dedicado a proporcionar ayuda y una larga tradición de operaciones de rescate financiero internacionales. Pero cuando golpeó la crisis en 1997, tanto los gobiernos como la comunidad internacional se vieron obligados a comportarse de manera muy parecida a los políticos a principios de los años treinta. Lo que, en otras palabras, va más en favor de la síntesis neoclásica.

Afortunadamente, los países avanzados no se han encontrado en la misma situación. Aparentemente, conservan la capacidad de combatir las recesiones efectivamente y de enfrentar una depresión económica con tasas de interés más bajas y déficits presupuestales más altos, en vez de a la inversa. Pero en algunos países avanzados estas políticas parece que se han vuelto ineficaces, otro eco alarmante de los años treinta.

Menos de cero

Un país que no necesita defender su tasa de cambio puede combatir las recesiones con facilidad, simplemente reduciendo las tasas de interés todo lo necesario hasta llegar incluso a cero. Pero ¿qué sucede si la tasa de interés cero no es lo suficientemente baja? ¿Qué sucede si, incluso a una tasa cero, las empresas no quieren invertir tanto como los

consumidores quieren ahorrar? Esta es la temida "trampa de liquidez" en la que se encuentra la economía monetaria "pendiente de un hilo". Intentos de expandir la economía facilitando el crédito fracasan porque los bancos y los consumidores por igual prefieren detentar (linero en efectivo seguro y líquido para invertirlo en peligrosos bonos y acciones menos líquidos).

A primera vista, las economías estadounidense e inglesa parecían que se aproximaban a una trampa de liquidez durante los años treinta. La tasa de interés promedio en los bonos del Tesoro estadounidense durante 1939 era sólo de 0.023 por ciento. Pero en los años de la posguerra, algunos economistas, sobre todo Milton Friedman y Anna Schwartz, pensaron que la política monetaria hubiera podido ser efectiva a pesar de todo si la Reserva Federal hubiera hecho más intentos. Otros ponían en duda si, en principio, es incluso posible una trampa de liquidez. En cualquier caso el tema parecía haberse convertido en una cuestión de interés puramente histórico. En 1990, el punto de vista general era que no había sucedido ni volvería a suceder una trampa de liquidez.

Después vino Japón. Después de que su "economía burbuja" estalló en 1991, las autoridades japonesas al principio eran reacias a reducir las tasas de interés por temor a reinflar la burbuja. Pero desde 1996, las tasas a corto plazo habían estado muy por debajo del uno por ciento y ahora se han deslizado a un cuarto del uno por ciento. Pero esas tasas sumamente bajas fueron incapaces de impedir un deslizamiento a la recesión, por no decir invertir el estancamiento que ha infestado la economía japonesa desde 1992. Como pocos economistas creen que disminuir los últimos puntos decimales de las tasas de interés significaría mucho, Japón en realidad está atrapado en una trampa de liquidez clásica, en la que cero no es lo bastante bajo.

Como ya se ha dicho, hasta 1992 muchos economistas creían que un tipo de situación así en realidad no se podía desarrollar o que era poco probable que sucediera en el mundo moderno. Aun cuando una trampa de liquidez estuviera a punto de emerger, los economistas tenían una respuesta preparada: inyectar la demanda con gasto deficitario. Mientras el gobierno es solvente, y mientras no hay necesidad como en Brasil de limitar los déficits del presupuesto para mantener la confianza de los inversionistas, una trampa de liquidez no tiene por qué ser causa de una depresión persistente. Esta señala simplemente que los políticos necesitan buscar más a fondo en su caja de herramientas. Y aún así la economía japonesa ha estado estancada siete años y ahora está en una grave depresión. ¿Por qué no han sido capaces los japoneses de llegar a un acuerdo con el problema?

A primera vista, trataron de estimular la economía, pero sus esfuerzos no sirvieron. El presupuesto de Japón fue de un excedente de 2.9 por ciento del Pon en 1991 a un déficit de 4.3 por ciento en 1996 (más de 200 mil millones de dólares), y las tasas de interés cayeron sin cesar. Aun así, el producto creció un promedio de sólo 1.5 por ciento anual, menos de la mitad de su promedio en los años ochenta y muy por debajo de la mayoría de los cálculos de crecimiento estimado. Es cierto que parte de este déficit incrementado era consecuencia y no la causa de un crecimiento lento, pero hasta el cálculo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) del equilibrio presupuestal "estructural" de Japón (ajustado para este fin) fue de un excedente de 1.9 por ciento del Pon a un déficit de 4.0 por ciento a lo largo de un periodo de cinco años.

¿Por qué no había funcionado el gasto deficitario en Japón? Una respuesta podría ser que los consumidores japoneses suponen que los déficits ahora significan más tarde impuestos más altos: o sea, que los recortes en los impuestos se ahorran y el gasto en obras públicas se compensa con un consumo privado reducido. Por otra parte, como lo ha observado el

economista Adam Posen, las oscilaciones a corto plazo en la política fiscal japonesa han tenido el efecto normal. Un paso hacia déficits más altos en 1995-1996 inició una expansión notoria, si bien breve, aunque el aumento de los impuestos de un primer ministro, Ryutaro Hashimoto, mal aconsejado en 1997, contribuyó mucho a provocar la actual recesión. ¿Por qué no funcionó el paso a largo plazo hacia el estímulo fiscal? Quizás porque en realidad no tuvo lugar. Posen y otros, yo incluido, hemos argumentado que los cálculos estándar del crecimiento potencial japonés están subestimados. De ahí que los déficits presupuestales "estructurales" de Japón en realidad incluyan un componente cíclico sustancial. En palabras llanas, Japón tiene un déficit presupuestal en buena medida porque está en una profunda recesión, y no porque esté siguiendo una política expansionista. En ese caso, la pregunta se convierte en realidad en una pregunta de economía política y no de economía a secas: ¿Por qué una nación sofisticada como Japón no logra volver a las mediciones estándar para revivir su economía?

La lógica de la inacción parece implicar dos factores. Primero, la extraña demografía de Japón –su población en proceso de envejecimiento y la perspectiva de un firme descenso en el número de adultos en edad productiva a lo largo de la próximas décadas– es una de las razones más probables de la trampa de liquidez. Los consumidores japoneses ahorran para cuando se retiren, incluso aunque las empresas no estén dispuestas a invertir, porque tienen la expectativa de un mercado en contracción. Pero esto es también una fuente a largo plazo de preocupación presupuestal. Como otros países avanzados, a Japón le preocupa el pago de la seguridad social a los jubilados en el siglo que viene. En consecuencia, el gobierno es reacio a acumular rápidamente deuda. En realidad, fueron, en primer lugar, las preocupaciones sobre esas cuestiones de solvencia a largo plazo las que motivaron el aumento de impuestos de Hashimoto.

Al mismo tiempo, es demasiado fácil malinterpretar las depresiones sostenidas, que se deben a una demanda inadecuada, como aplazamientos importantes del crecimiento potencial de la economía. Una vez que esa revolución en las expectativas sobre la declinación ha tenido lugar, la política fiscal apropiada expansionista a corto plazo se reinterpreta como un déficit estructural irresponsable y los políticos se encuentran bajo la presión de perseguir políticas "sólidas" que abortan cualquier recuperación que hubiera en proceso. (En noviembre pasado, cuando Japón anunció un nuevo paquete de estímulo fiscal que aún distaba mucho de ser adecuado, Moody's hizo un disparo en señal de advertencia contra un ulterior estímulo desacreditando los bonos del gobierno.)

La experiencia de Japón no sólo muestra que las economías modernas avanzadas pueden llegar a sufrir una trampa de liquidez, sino que la fácil hipótesis de que la política fiscal puede sacar a una economía de la trampa es demasiado optimista. Se podría castigar a los dirigentes japoneses por su imposibilidad de actuar decisivamente, pero este mismo tipo de errores se pueden cometer en Estados Unidos o especialmente en Europa.

¿Corren el riesgo otros países avanzados de encontrarse en la misma situación? La respuesta convencional es negativa, los problemas de Japón son exclusivamente severos. Pero hace diez o hasta cinco años, pocos economistas hubieran tomado en serio la posibilidad de que Japón se encontrara en un apuro como el actual y, por lo tanto, ya no es inconcebible la aparición de trampas de liquidez en otros lugares.

En efecto, a principios de los noventa, a algunos economistas les preocupaba que Estados Unidos pudiera estar acercándose al territorio de la trampa de liquidez. La recesión de 1990-1991, provocada por una depresión en el gasto del consumidor junto con dificultades financieras en el sector bancario, fue relativamente suave pero difícil de revertir. Con el fin

de idear una recuperación, la Reserva Federal tuvo que reducir la tasa de fondos federales de marca fija a 3 por ciento, más de seis puntos porcentuales por debajo de su punto más alto en 1989. Ahora mismo, en la cumbre del ciclo financiero, la tasa base de la Reserva Federal en Estados Unidos es sólo 4.75 por ciento, en tanto que la tasa correspondiente en Europa es sólo del 3 por ciento. En otras palabras, una reducción de la tasa de interés en la misma escala es literalmente imposible. Tampoco son difíciles de vislumbrar convulsiones económicas que requerirán grandes reducciones de la tasa de interés. Hasta hace poco, la mayoría de los escenarios de crisis en Occidente se centraban en un posible choque en los precios estratosféricos de

las acciones. Pero el otoño pasado, Estados Unidos experimentó un pánico totalmente inesperado que por un breve periodo provocó que se atascaran muchos de los mecanismos financieros del país y que hizo que muchos observadores, normalmente optimistas, hablaran de repente de una recesión inevitable.

Como tanto de lo que ha sucedido últimamente, la crisis financiera de 1998 fue una ráfaga del pasado. Los pánicos bancarios —en los que los depositantes pierden la confianza en el sistema, corren hacia las salidas y producen una crisis que comprueba su pánico—eran un suceso común antes de los años treinta. Pero en las economías modernas, los bancos están doblemente protegidos de esos pánicos. tanto por el seguro explícito por parte del gobierno como por la sabia disposición de los bancos centrales de acudir al rescate con todo el efectivo que sea necesario. O sea que los pánicos financieros se suponía que eran una preocupación fuera de moda.

Pero resulta que los pánicos bancarios no necesariamente ocurrían sólo a los bancos. En Estados Unidos, mucha de la inversión está financiada a través de acuerdos inteligentes que permiten que el inversionista detente activos "Líquidos" —cosas que se puedan convertir fácilmente en dinero en efectivo— aunque la base fundamental de esos activos es bastante ilíquida. Por ejemplo, la inversión en bienes raíces, que no se pueden vender en cuanto se anuncia, está financiada en definitiva por la emisión de "obligaciones respaldadas por hipoteca". Esto funciona bien siempre que algunas personas estén siempre comprando mientras otras venden, pero si todos tratan de vender a la vez, los precios se hundan y pueden provocar un pánico. El pasado otoño, durante unos semanas parecía que un pánico de este tipo se hubiera desencadenado. La pronta acción de la Reserva Federal restauró la calma a los mercados, pero los funcionarios de la Reserva tenían la sensación de que habían esquivado por un pelo una bala y que el francotirador podía estar todavía rondando por ahí.

No se trata de nuevo de que una importante crisis financiera que pudiera hundir a Europa o a los Estados Unidos en una depresión tipo la de Japón esté a la vuelta de la esquina. Se trata de que mientras que hace dos años parecía inconcebible que otros países avanzados pudieran encontrarse en una trampa de liquidez, ese tipo de crisis ahora parece totalmente concebible, y la experiencia de Japón muestra lo difícil que puede ser, una vez caídos en la trampa, salir de ella.

¿Por qué ahora?

Si es cierto que los fantasmas de los años treinta están merodeando una vez más por la Tierra, la pregunta obvia es ¿por qué ahora, después de todos estos años? La respuesta común es que algunos países están pagando no haber obedecido los dictados necesarios de los mercados libres. Las economías asiáticas, en particular, son castigadas por los pecados

de un capitalismo de compinches. Y de cada país que se ha encontrado en apuros resulta que, cuando la crisis pone a la luz de los reflectores sus políticas, ha cometido importantes errores. Permitted que los bancos asumieran riesgos no vigilarlos pero conservando un respaldo implícito del gobierno, alentó a las corporaciones a asumir una deuda excesiva, y así sucesivamente. Pero la idea de que las economías son castigadas por sus debilidades es en último término inconvincente por lo menos en dos términos. Uno, la escala del castigo parece totalmente desproporcionada con el delito. ¿Por qué las malas decisiones de inversión llevan, no simplemente a un retardo del crecimiento, sino a un derrumbe masivo en productividad y empleo? Además, si la culpa la tienen los países, ¿por qué son tantos los que han caído en problemas al mismo tiempo?

Llegados a este punto, podría ser útil una parábola. Imaginemos que cierto trecho de carretera ha sido recientemente el escenario de un número inusual de accidentes. Los que han tenido accidentes se convierten, como es natural, en objeto de atención especial, y llega a ser evidente que casi en todos los casos, las víctimas de los accidentes fueron en parte culpables: habían bebido demasiado, las llantas estaban en mal estado, y demás. Por lo tanto, los investigadores concluyen que el problema no era la carretera sino los conductores.

¿Qué error hay en esta conclusión? Tiene un doble prejuicio. Primero, virtualmente cualquier coche o cualquier conductor, sometido a un estrecho escrutinio, resultará con alguna falla. ¿Sufren estas víctimas más fallas que el promedio? Segundo, aun cuando fueran peores conductores de lo normal, el hecho de que tantos tuvieran accidentes en ese lugar y no en otro indica que la falla es de la carretera.

Para decirlo claramente, ha resultado que las economías asiáticas perturbadas padecen muchas debilidades políticas e institucionales, pero si Estados Unidos o Europa entrara en problemas el año que viene o el otro, podemos estar seguros de que, en retrospectiva, los analistas encontrarían cosas igualmente malas que decir de los valores y de las instituciones occidentales. Y es muy difícil sostener la tesis de que las políticas asiáticas fueran peores en los años noventa que lo que lo habían sido en las décadas anteriores, o sea que ¿por qué tantas cosas fueron tan mal recientemente?

La respuesta es que el mundo se ha vuelto vulnerable a sus actuales fatigas no porque no se hubieran reformado las políticas económicas, sino porque se habían reformado. En todo el mundo los países respondieron a las fallas reales de los regímenes políticos posteriores a la Depresión, retrocediendo hacia un régimen con muchas de las virtudes del capitalismo de libre mercado previo a la Depresión. No obstante, al volver a practicar las virtudes del capitalismo pasado de moda, también trajimos algunos de sus vicios, sobre todo una vulnerabilidad tanto a la inestabilidad como a depresiones económicas sostenidas.

Pensemos en cuatro clases de reformas políticas particulares. Primero está la liberalización de las transacciones internacionales. En los años treinta y cuarenta, experiencias como la de Austria condujeron a la adopción casi universal de controles de los movimientos internacionales del capital, en muchos casos como parte de un sistema general de control de cambio. El sistema original de Bretton Woods en realidad dependía crucialmente de esos controles como una manera de impedir la "rigidización" de las tasas de cambio por la amenaza de un ataque especulativo. Pero con el transcurso del tiempo, los controles de cambio se acabaron viendo, no simplemente como una molestia, sino como una fuente de importantes abusos, distorsiones en incentivos y corrupción. De modo que primero los países avanzados y después los países en desarrollo se desplazaron hacia la convertibilidad

plena de la moneda y al movimiento libre del capital. Pero al hacerlo, se quedaron vulnerables una vez más a ataques especulativos desestabilizadores.

En segundo lugar está la liberalización de los mercados financieros internos. A la sombra de los años treinta, casi todos los países establecieron sistemas bancarios estrechamente regulados y muy garantizados. Estos sistemas tendían a ser seguros pero ineficientes, pagaban a los depositantes bajos réditos y hacían bastante mal la transferencia de los ahorros a usos más eficientes. A lo largo del tiempo, un aflojamiento de la regulación hizo a los sistemas financieros mucho más competitivos y eficientes. Pero al mismo tiempo, se revivió la posibilidad de pánicos financieros desestabilizadores como el que casi descarriló la economía de Estados Unidos el otoño pasado.

En tercer lugar está el restablecimiento de la estabilidad de precios. En la época de la posguerra, la mayoría de los países experimentó una inflación sustancial, con una explosión de los precios a nivel mundial en los años setenta y principios de los ochenta. Esta inflación necesitaba someterse a control y en definitiva así fue. Casi todos los países han alcanzado ya precios notablemente estables y han establecido plausiblemente la creencia de que seguirán manteniendo la estabilidad de precios en el futuro. Pero resultó que la inflación tenía algunas ventajas no apreciadas. En primer lugar, los países que se habían encontrado con una deuda interna sustancial podían simplemente desinflar esa deuda y reducirla a proporciones manejables, como lo hizo Japón con préstamos malos de bienes raíces en los setenta. Más importante aún, un país con cinco por ciento de inflación y ocho por ciento de tasas de interés tiene mucha más cabida para reducir las tasas y combatir una recesión que un país con precios estables e interés del tres por ciento. En otras palabras, los países avanzados serían mucho menos vulnerables a las trampas de liquidez si no hubieran sido tan asiduos en perseguir la estabilidad de precios en los años ochenta. (El argumento de que es una buena idea mantener algunas expectativas de inflación de manera que las tasas reales de interés pueden ser negativas si es necesario, fue promovida enérgicamente por nada menos que el subsecretario del Tesoro, Lawrence Summers, en sus años previos a la administración.)

Por último, está la restauración de la disciplina fiscal. Muchos países tuvieron enormes déficits presupuestales en los años setenta y ochenta. En consecuencia, los años noventa han sido testigos de un gran empujón hacia la responsabilidad fiscal, con el gasto deficitario recortado primero por el Tratado de Maastricht y ahora con el "pacto de estabilidad" posterior al EMU. mientras que Estados Unidos finalmente eliminó su déficit presupuestal. Aunque empujado por la depresión al gasto deficitario, Japón ha intentado siempre que le ha sido posible invertir el curso y retroceder hacia el equilibrio, y al hacerlo así ha contribuido a empujar la economía de nuevo a la recesión.

En suma, la razón de que la economía de la Depresión haya vuelto a resurgir como una preocupación real no es que los gobiernos no hicieran lo correcto, sino que lo hicieron. Es cierto que ninguna buena obra se hace sin castigo.

La salida

Comparado con los años treinta, uno de los aspectos alentadores de la situación actual es que muchos funcionarios públicos parecen estar conscientes del peligro y ser relativamente flexibles. Aunque la retórica "liquidacionista" es bastante común en la prensa, y los funcionarios japoneses a veces parece que confunden un yen fuerte con una economía fuerte, en conjunto el impulso es hacia la reflación. La cuestión es si el tipo de medidas que

ahora se consideran aceptables –como especiales facilidades de préstamo para apoyar a los países en desarrollo, recortes a los impuestos y

Este País 10 reforma bancaria para que Japón se mueva de nuevo, y (flanza ad hoc de fondos compensatorios– bastan o no.

La respuesta es probable que sea no. En un mundo de alta movilidad del capital, se necesitaría disponer de líneas de crédito de emergencia verdaderamente masivas para inmunizar a los países en desarrollo contra las fugas de capitales privados. ¿Se dispondrá en realidad de ese crédito? En 1944, el economista Nurkse indicó que esos planes implicarían "que las autoridades monetarias de Estados Unidos, por ejemplo, tuvieran que detentar grandes cantidades de, por ejemplo, chelines austriacos simplemente para habilitar a los ciudadanos austriacos a detentar dólares estadounidenses". Ahora como entonces, parece difícil de creer que los países acreedores financiaran alegremente la fuga de capital. Pero esto significa que ninguna facilidad realista de préstamo va a ser lo bastante grande como para resolver el dilema político de los países que no osan dejar que sus monedas floten. Tampoco parece que la reforma bancaria más la política fiscal común serán suficientes para sacar a Japón de su depresión. Sería también estúpido imaginar que ya no habrá más pánicos del mercado financiero en Estados Unidos ni en Europa, o suponer confiadamente que la cabida modesta que hay para reducciones de las tasas de interés en Occidente bastará para hacer frente a todos esos acontecimientos.

Entonces. ¿cuál es la alternativa? De momento hay una especie de extraña incongruencia en las actitudes de personas responsables hacia cuestiones tales como los controles de capital y la inflación. Casi todos están contentos de que no todos los países en desarrollo consiguieran liberalizar sus cuentas de capital antes del golpe de la crisis de 1997; en particular China, gracias al cielo, todavía tiene una cuenta de capital no convertible. Pero una reversión tipo la de Malasia a controles de capital se contempla con horror. Asimismo, todos duermen mejor sabiendo que Estados Unidos tiene una inflación de dos por ciento y tasas de interés de cinco por ciento, precios no estables y tasas de interés de tres por ciento, pero las propuestas de que Japón tendría que perseguir activamente un objetivo de una inflación de tres o cuatro por ciento son aún anatema. Está bien, en otras palabras, estar ahí, pero no ir ahí.

Aun así, es difícil evitar llegar a la conclusión de que tarde o temprano tendremos que darle la vuelta a las manecillas del reloj retrasándolo al menos en parte: limitar flujos de capital para los países que no son idóneos ni para uniones de moneda ni para la flotación libre: volver a regular los mercados financieros en cierta medida; y buscar una inflación baja, pero no demasiado baja, en vez de estabilidad de precios. Hemos de hacer caso a las lecciones de la economía de la Depresión, si no queremos vernos obligados a volverlas aprender por las malas

El autor es profesor de economía en el Massachusetts Institute of Technology. Su último libro es *The Accidental Theorist*.

Artículo originalmente publicado en *Foreign Affairs*, vol. 78, núm. 1, enero/febrero de 1999, aparece en *Este País* con el permiso de esta publicación. © *Foreign Affairs*, enero/febrero de 1999.

Traducción: Isabel Vericat