



Volatilidad y crisis: Tres lecciones para países en desarrollo

NORMAN LOAYZA*

La crisis internacional reciente no ha invalidado el conocimiento adquirido previamente sobre los orígenes y las curas de las crisis económicas. Por el contrario, lo ha confirmado. En este artículo se describen tres lecciones de siempre, confirmadas por la última crisis internacional. Primero, las políticas e instituciones domésticas, y no la globalización, son los principales determinantes de la volatilidad excesiva y las crisis económicas. Segundo, los seguros gratuitos o subsidiados al riesgo y la práctica de “rescates” a bancos y empresas deficientes están en el origen de las peores crisis. Y tercero, la flexibilidad para ajustarse a nuevas condiciones, alentada por un marco regulatorio ligero y eficiente, es el mejor antídoto contra los descalabros macroeconómicos.

Palabras Clave : Crisis internacional, volatilidad, globalización.

Clasificación JEL : F00, F42, F43.

Hace poco más de un año la economía mundial parecía estar al borde del colapso. Los países en desarrollo, que tan bien se habían desempeñado en los últimos años, veían cómo la crisis internacional los envolvía y amenazaba desde todos los frentes. A diferencia de la mayoría de crisis anteriores, ésta tenía sus orígenes en los países avanzados, principalmente Estados Unidos y Europa. Pero su onda expansiva, de intensidad creciente, parecía no conocer ningún límite.

La mayoría de los indicadores de la economía internacional relevantes para los países en desarrollo declinaron considerablemente durante 2008 y comienzos de 2009. El crecimiento del PIB en los países avanzados, luego de haber fluctuado alrededor de una tasa de entre 2% y 3% anual en la presente década, comenzó una caída vertiginosa en 2008 que lo llevó a -5% en Estados Unidos, -13% en el Área Euro, y -15% en Japón al inicio de 2009 (ver Gráfico 1, p. 10).

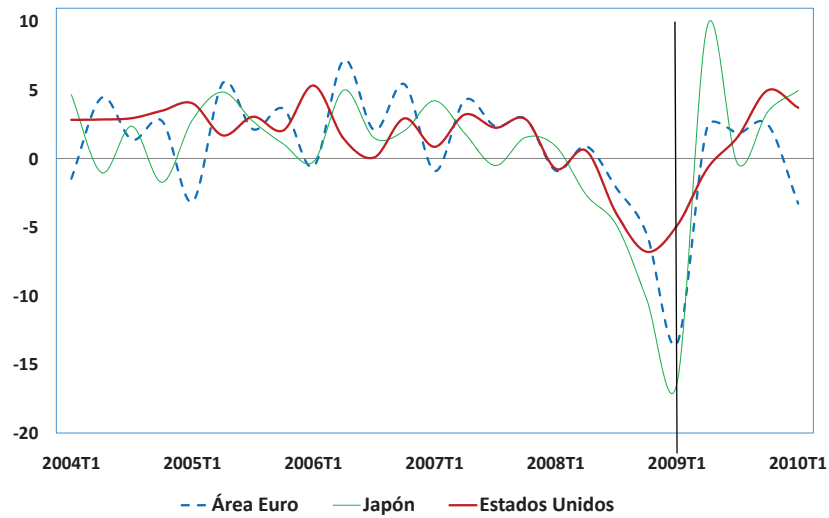
Con una contracción tan severa en los países avanzados, era de esperarse que las exportaciones de las economías en desarrollo cayesen considerablemente, lo que en efecto sucedió. Desde 2002, el crecimiento

* Departamento de investigación del Banco Mundial (e-mail: nloayza@worldbank.org).

Este artículo fue publicado anteriormente como, “Volatilidad y crisis: Tres lecciones para países en desarrollo”, en Martín-Aceña, P. (ed.), *Pasado y presente: De la gran depresión del siglo XX a la gran recesión del siglo XXI*, Bilbao: Fundación BBVA, 2011. Reimpreso con permiso de la Fundación BBVA.

Estoy muy agradecido con Tomoko Wada por su asistencia de investigación, y con Francisco Pérez García, Pablo Martín-Aceña, Juan Miguel Cayo, Nikita Céspedes, Ximena Del Carpio, Constantino Hevia, Miguel Ángel Ostos y Carlos Prieto por sus valiosos comentarios. De la misma manera, agradezco a los asistentes de sendas conferencias en el Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, el Fondo Monetario Internacional, y el Ministerio de Economía y Finanzas del Perú.

GRÁFICO 1. *El colapso de la demanda mundial... y su recuperación*
Crecimiento anualizado del PBI en países avanzados



del valor de las exportaciones de los países en desarrollo no sólo había sido positivo sino que había ascendido hasta promediar 25% anual en los últimos años (ver Gráfico 2, p. 10). Esta tendencia pareció terminar en 2008, y en los primeros trimestres de 2009 la tasa de crecimiento del valor de las exportaciones se ubicó en un alarmante -30%.

Dado un panorama tan deprimente, la confianza de los inversionistas en el desempeño futuro de las economías emergentes también declinó sustancialmente hacia fines de 2008 y comienzos de 2009. La tasa de interés (como indicador de riesgo) del *Emerging Markets Bond Index* (EMBI) corporativo en Europa Oriental se multiplicó de 3 a 4 veces en apenas unos meses, mientras que las tasas correspondientes a América Latina y Asia Oriental dieron también un salto considerable, duplicándose a comienzos de 2009 (ver Gráfico 3, p. 11). El patrón de incremento del riesgo percibido para los países emergentes seguía de manera cercana el riesgo implícito en los bonos de alto interés de Estados Unidos y otras economías avanzadas. La integración internacional que había traído tantos frutos hacia comienzos de la

GRÁFICO 2. *El colapso de las exportaciones de los países en desarrollo... y su recuperación*
Crecimiento año a año del valor de exportaciones de los países en desarrollo

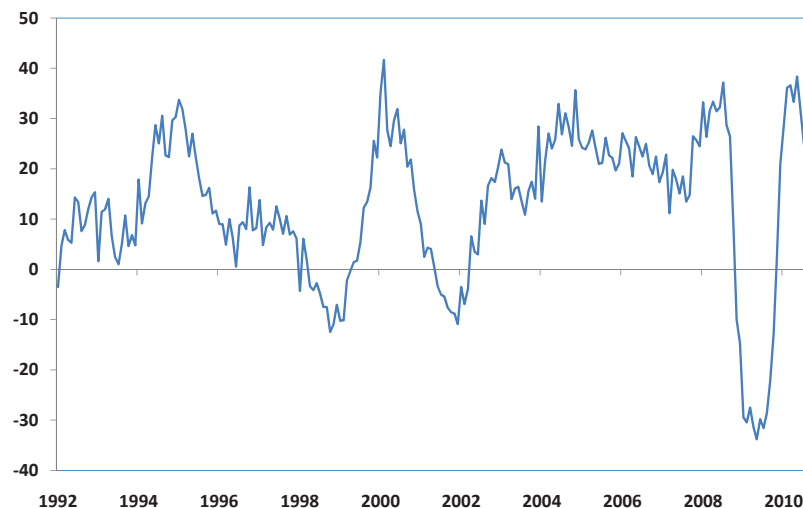
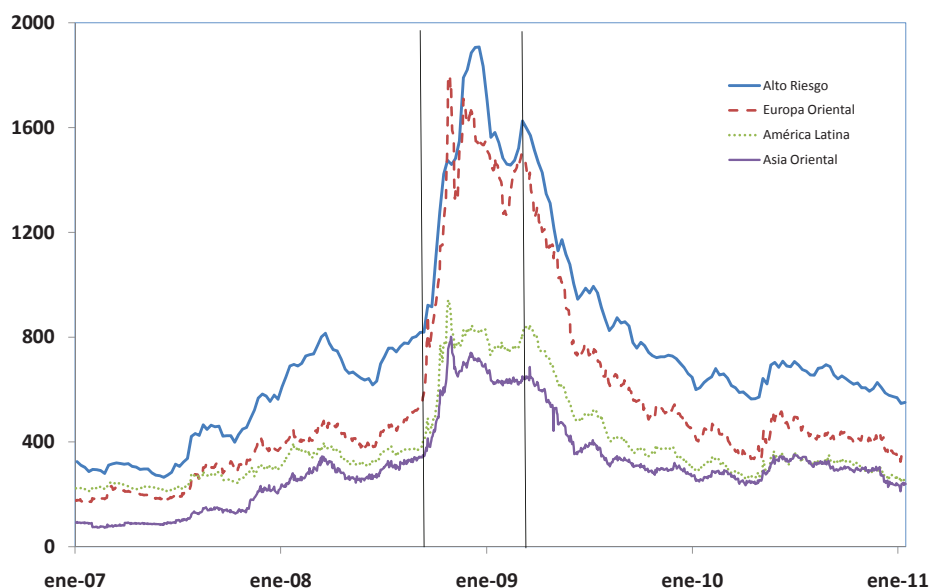


GRÁFICO 3. *El colapso de la confianza de los inversionistas... y su recuperación EMBI corporativo en tres regiones y Bono de alto interés en EEUU (puntos básicos)*



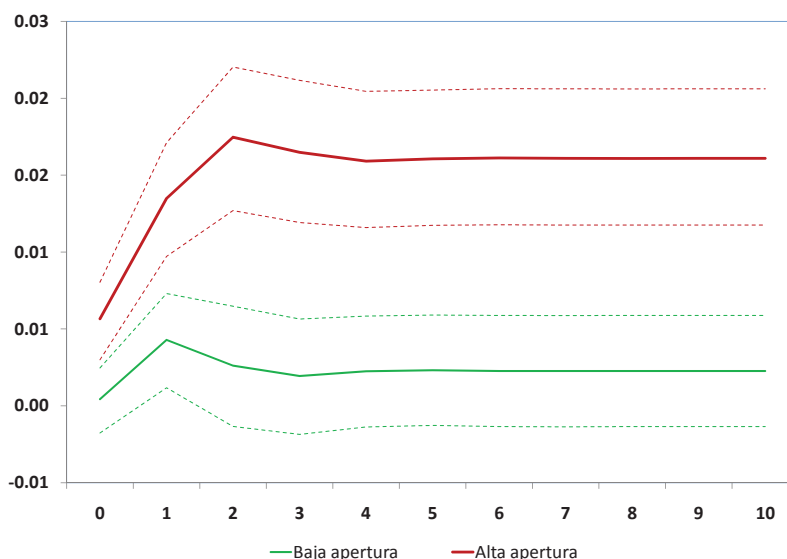
década presentaba en 2009 su otra cara, la de una crisis que podía expandirse globalmente.

Pero así como la caída económica relacionada con la crisis internacional fue drástica, la recuperación desde mediados de 2009 ha sido notable. La recuperación ha mostrado una aceleración casi tan marcada como la del desplome y ha cubierto casi todas las dimensiones afectadas por la crisis, desde el comercio internacional hasta el flujo de capitales externos, redundando desde luego en el crecimiento general de la economía y otros indicadores de bienestar social. Es tema de debate qué motivó la efectiva recuperación de los países en desarrollo, si fueron las políticas contracíclicas realizadas en los países ricos o la potencia del crecimiento de los grandes países emergentes, como China, India, y Brasil. Pero lo que no se discute es que la capacidad de resistencia y recuperación de los países en desarrollo esta vez fue considerablemente mayor que en ocasiones anteriores.

Contrasta esta realidad con las opiniones que muchos expertos (y amplios sectores de la opinión pública) tenían al comenzar la crisis. Ellos pensaban no sólo que la crisis tendría repercusiones inusualmente severas, comparándola con la Gran Depresión de los años 1930, si no que su dimensión y características la hacían tan especial que las teorías actuales y la evidencia histórica no podrían explicarla. Felizmente, la crisis del 2008 y 2009 no fue tan severa como se temía ni tampoco fue tan singular como para invalidar nuestro conocimiento previo. Me atrevo a afirmar, por el contrario, que esta crisis ha servido para confirmar las lecciones obtenidas durante muchos años de análisis, experiencia e investigación económica, especialmente sobre los orígenes de la volatilidad macroeconómica y la vulnerabilidad a choques internos y externos. Las siguientes son tres lecciones de siempre, confirmadas por la crisis económica internacional reciente.

I LAS CRISIS AUTO-INFLIGIDAS SON LAS PEORES (O, DEJEMOS DE CULPAR A LA GLOBALIZACIÓN...)

En el contexto actual de alta integración económica internacional cabe preguntarse si la apertura conlleva a una mayor volatilidad a choques externos. La respuesta es un rotundo sí. La crisis del 2008 y 2009 tuvo un efecto mayor en los países que comerciaban más con el extranjero (ver Calderon y Didier, 2009;

GRÁFICO 4. Vulnerabilidad y apertura comercial. Efecto de un choque de términos de intercambio

NOTA: El eje de ordenadas representa la desviación del producto. FUENTE: Loayza y Raddatz (2007).

Lane y Milesi-Ferreti, 2010). Este resultado no hace sino confirmar la conclusión obtenida antes de la crisis en una variedad de estudios. En uno de ellos, Loayza y Raddatz (2007) usan datos comparativos internacionalmente para determinar si los países más abiertos al comercio exterior son más vulnerables a fluctuaciones en los términos de intercambio. En efecto, encuentran que en los países considerados de alta apertura un choque en los términos de intercambio produce una desviación del PIB significativamente mayor que la que origina el mismo tamaño de choque en países de baja apertura (ver Gráfico 4).

Aunque es innegable que la apertura conlleva a una mayor vulnerabilidad a las condiciones externas, esto no significa que sea mejor reducirla y cerrar la economía. Hay una enorme y variada evidencia que indica que los países con economías más abiertas son a la larga más prósperos y capaces de ofrecer mejores y más equitativas oportunidades a sus ciudadanos (Lucas, 2004; Rosenzweig, 2008; Chang y otros, 2009). La integración internacional se impulsa con la apertura económica, pero no se basta con ella sino que incluye un amplio proceso de integración política, intelectual, y científica. Junto a los productos de comercio internacional y a los flujos de capitales externos, ocurre un tránsito cada vez más activo de nuevas ideas, tecnologías y políticas originadas en el resto de los países del mundo. Sólo los países abiertos al mundo exterior pueden beneficiarse de esta interacción y sus resultados de eficiencia e innovación.

Vista desde esta perspectiva, la vulnerabilidad a los choques externos que conlleva la apertura es el “costo de hacer negocios” en el mundo moderno. Es una situación y un riesgo que se tienen que afrontar y manejar a fin de obtener las ventajas de la integración internacional. Si se me permite una analogía con otra de mis líneas de investigación, la vulnerabilidad de la economía a choques externos es como la vulnerabilidad personal a crímenes comunes. La investigación sobre victimización ha encontrado que la probabilidad de ser víctima de un crimen personal aumenta con varias situaciones, entre ellas la de salir a trabajar. Las personas que salen de sus casas con dirección al trabajo se exponen a los riesgos de la calle, y uno de ellos es el de ser víctima de un robo, asalto o agresión. ¿Tendríamos por ello que concluir que la gente no debería salir a trabajar? Por supuesto que no. La recomendación más razonable para contrarrestar la inseguridad se aplica tanto al ámbito personal como al de la economía en general: hay que reconocer el riesgo y enfrentarlo, sin dejar de ocuparse de las tareas que nos dan sustento y crecimiento: trabajar, a nivel personal, y comerciar e invertir, a nivel de la economía.

Afortunadamente, la literatura económica, tanto de pre como de pos crisis, ha identificado una serie de condiciones que pueden mitigar los efectos negativos de los choques externos. Primera entre ellas es una política macroeconómica prudente, que conduzca a una baja inflación, un tipo de cambio equilibrado, y balances fiscales contracíclicos (Calderon y Didier, 2009; Blanchard y otros, 2010). De similar importancia es una estabilidad política que garantice el respeto a las instituciones y las leyes aún en medio de las peores crisis económicas (Loayza y otros, 2007; Malik y Temple, 2009). Esta fortaleza político-institucional hace que los agentes económicos reaccionen de manera menos precipitada y asustada, y mantengan una perspectiva positiva de largo plazo aun frente a los peores choques externos.

La vulnerabilidad externa se puede en efecto controlar con políticas domésticas apropiadas. Pero, en realidad, la importancia de las políticas internas va más allá de la mitigación de choques originados en el exterior. Ellas y sus consecuencias pueden determinar la dimensión y la naturaleza misma de la volatilidad que enfrente la economía del país. En un estudio tan riguroso como iconoclasta, Raddatz (2007) estudia las fuentes de la volatilidad en los países en desarrollo. Su objetivo es cuantificar qué fracción de la volatilidad macroeconómica (medida como la varianza del PIB per cápita) es causada por condiciones o choques exógenos y qué fracción por condiciones o choques endógenos.

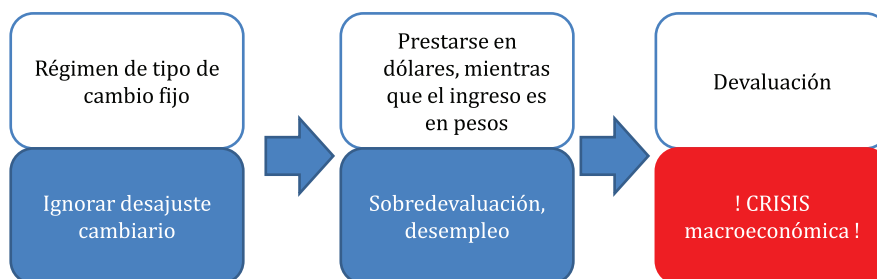
Los principales choques exógenos que considera Raddatz son los cambios de precio de materias primas, la volatilidad de los países ricos, los choques de tasas de interés internacional, las variaciones de la ayuda internacional, los desastres climáticos, y las hambrunas y epidemias. Las condiciones internas (es decir que se pueden atribuir a alguna política interna) son la inflación de precios, la sobrevaluación cambiaria, los altos déficits fiscales, la inestabilidad política, y el conflicto violento. Dado todo el énfasis que se le ha dado recientemente a los choques externos y exógenos, uno podría pensar que este tipo de condiciones es el determinante primario de la volatilidad de los países en desarrollo. Raddatz encuentra lo contrario. Apenas el 11% de la volatilidad macroeconómica puede atribuirse a choques exógenos. La gran mayoría (¡el 89% restante!) se debe condiciones internas, imputables a errores de política económica o fallas institucionales domésticas. Las grandes crisis económicas de los países en desarrollo datan de antes del proceso de globalización económica (recordemos, si no, los episodios de hiperinflación y recesión de los años 80). La evidencia del estudio de Raddatz confirma la lección de que las peores crisis no están relacionadas con la integración internacional si no que provienen del interior de la economía y a menudo de los propios gobiernos y sus políticas fallidas.

2 LOS SEGUROS GRATUITOS A ACTIVIDADES RIESGOSAS SON RARA VEZ SOSTENIBLES, SIEMPRE DISTORSIONANTES Y USUALMENTE CATASTRÓFICOS (O, NO PROMETAMOS LO QUE NO PODAMOS CUMPLIR...)

A menudo la historia de una crisis económica se puede contar como la “crónica de una muerte anunciada”. Las crisis no aparecen de la nada; al contrario, cuando se dan ciertas condiciones, es hasta natural predecir que una crisis ocurrirá, aunque su inicio y evolución precisos sigan siendo un misterio. Una de esas condiciones es el otorgamiento por parte del Estado de un seguro gratuito, a menudo implícito y no intencionado, a alguna actividad riesgosa (pongo énfasis en las consecuencias negativas de los seguros gratuitos porque carecen de una asignación de costos que internaliza el riesgo que suponen).

La crónica de las crisis sigue una secuencia que se puede resumir de la siguiente manera. Primero, el gobierno implementa una política que, queriéndolo o no, ofrece en la práctica un seguro gratuito o subsidiado a alguna actividad económica o financiera inherentemente riesgosa. Esta política produce un conjunto de incentivos distintos a los que se generan naturalmente. Segundo, los agentes económicos responden a los nuevos incentivos con una conducta distorsionada que indebidamente favorece a ciertas

GRÁFICO 5. *Una muerte anunciada. La junta de convertibilidad de Argentina, 1990 - 2000*



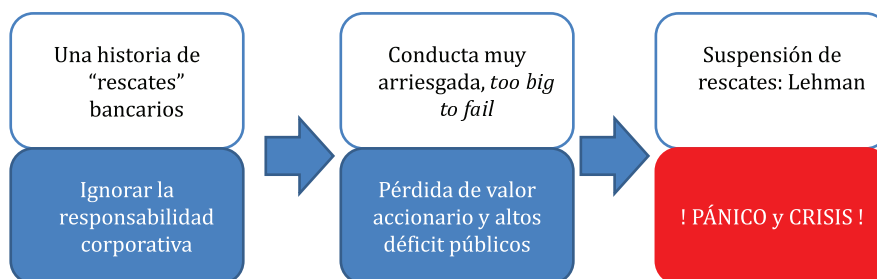
actividades que acarrear un gran riesgo. Lo hacen porque saben que de fracasar, serán rescatados por el gobierno (tal es la naturaleza del seguro gratuito), mientras que de ganar, recibirán todos los beneficios. Tercero, la conducta distorsionada de los agentes económicos produce, tarde o temprano, un gran costo social que hace insostenible a la política que proveía el seguro gratuito. La política colapsa y asimismo las actividades que se habían fundado en ella, dando lugar a una crisis económica.

Esta explicación puede parecer demasiado abstracta. Afortunada o desafortunadamente, la historia económica reciente nos ha legado muchos ejemplos concretos de crisis causadas por seguros gratuitos. Consideremos dos de ellos. El primero se refiere a la junta de convertibilidad que estuvo en vigencia en Argentina en los años 90 (ver Gráfico 5). Con el propósito de frenar la inflación de finales de los años 80, el gobierno argentino decidió que la oferta de dinero dependiese exclusivamente de su demanda a un precio fijo del peso por el dólar. El objetivo era bueno y el mecanismo, razonable: la política monetaria se desligaría así de cualquier presión por financiar el déficit fiscal. Sin embargo, el régimen de tipo de cambio fijo no sólo ancló la política monetaria sino que generó una serie de incentivos indeseados. El tener fijo el tipo de cambio representaba un seguro gratuito para operaciones financieras con moneda extranjera que llevaba a los agentes económicos a ignorar posibles desajustes cambiarios.

Como el mercado financiero en dólares era más profundo y fluido que el de pesos, los agentes económicos comenzaron a endeudarse en dólares aun a sabiendas de que su ingreso estaba dado en pesos (el tipo de cambio fijo les daba la ilusión de que las dos monedas eran equivalentes). Como era de esperarse, la mayor demanda por dólares causó una creciente sobrevaluación del peso, y el costo social de tal desajuste cambiario fue una caída de la competitividad del país y un aumento del desempleo. La junta de convertibilidad finalmente colapsó en el año 2000, devaluándose el peso argentino inmediata y radicalmente. El desbalance financiero que la devaluación produjo hizo que muchas compañías y personas quebraran y el producto bruto interno cayese en 25%, desatándose así una de las mayores crisis económicas vividas por Argentina.

El segundo ejemplo es la crisis cuya discusión inició este ensayo, la crisis financiera de Estados Unidos de 2008 y 2009 (ver Gráfico 6, p. 15). En Estados Unidos ha habido una larga historia de rescates bancarios. En las últimas décadas, el más notable fue el rescate de *Savings and Loan* en 1989, que implicó un gasto fiscal de alrededor de US\$ 125 mil millones. Este precedente ha creado el incentivo para los bancos a ignorar su responsabilidad corporativa e involucrarse en operaciones crediticias de alto riesgo.

Muchos de los bancos más importantes de Estados Unidos aprovecharon la política monetaria de bajos intereses en la presente década para financiar créditos de alto riesgo, particularmente en el mercado hipotecario. Los créditos *sub-prime* resultaron, como era natural, buenos solamente por un tiempo limitado. Cuando la burbuja hipotecaria reventó en 2007, los bancos se encontraron en una situación gravísima, sufriendo una gran pérdida en su valor accionario. Amparados por el argumento de que eran “demasiado grandes para quebrar” (*too big to fail*), no tardaron en pedir el rescate del gobierno estadounidense, el cual en efecto socorrió a Bear Stearns, Fannie Mae / Freddy Mac, y AIG en el curso

GRÁFICO 6. Otra muerte anunciada. La actual crisis financiera en Estados Unidos

de un año. El alto costo fiscal que estos rescates implicaban hacía imposible satisfacer las crecientes demandas de los bancos afectados, y el gobierno decidió suspender los rescates. Lehman Brothers tuvo que declararse en bancarrota, y como parecía que el gobierno estadounidense permitiría que lo mismo sucediese con los demás bancos, el pánico y la crisis financiera se desataron en setiembre de 2008.

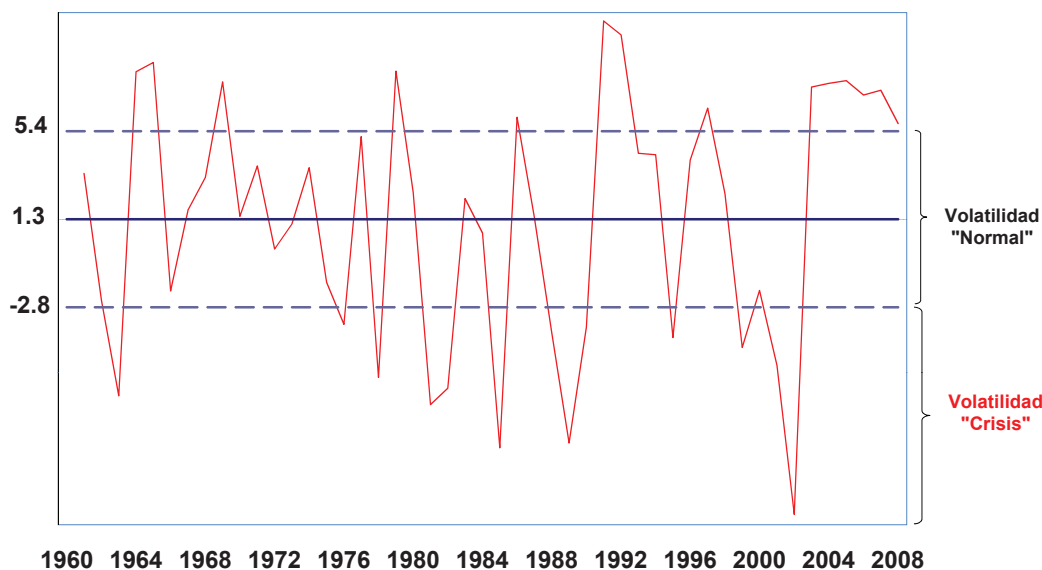
La conclusión de política salta a la vista: para evitar crisis futuras es imperativo abandonar los seguros gratuito o subsidiados al riesgo y, consecuentemente, parar los rescates a quien sea que no asuma la responsabilidad de sus inversiones. Considerando las presiones que ejercen los grupos de interés sobre el Estado, se puede concluir que detener los *bail-outs* es utópico. No obstante, hay precedentes importantes de reforma de política económica en este sentido. Uno de los ejemplos más importante es el de las grandes inflaciones (como las de los años 80 en varios países en desarrollo) y cómo se eliminaron. Éstas se dieron cuando los bancos centrales “rescataron” a sus gobiernos, que carentes de recursos para financiar su programa de gastos recurrían a la “maquineta” de imprimir dinero. Los procesos inflacionarios fueron eliminados cuando se dieron reglas institucionales que dotaron a los bancos centrales de autonomía y evitaron el predominio fiscal sobre la política monetaria. El esquema de política monetaria basado en metas de inflación (o, *inflation targeting*) apareció en los años 90 como una manera de instrumentar el nuevo mandato institucional de los bancos centrales y se usa con éxito actualmente en más de 30 países, varios de los cuales sufrían antes de crónica y aguda inflación (Mishkin y Schmidt-Hebbel, 2007).

¿Podrá la política fiscal y en general la política económica desarrollar instituciones y reglas que tanto eviten los seguros gratuitos e insostenibles como paren los rescates? El desafío está planteado y debe ser debatido y enfrentado. De otro modo, las crisis financieras y económicas sucederán con mayor frecuencia y, quién sabe, peor intensidad. Las palabras de Cochrane (2010), uno de los analistas económicos más perspicaces de la actualidad, debieran servir como una admonición al cambio: *Estamos en un ciclo creciente de conducta excesivamente arriesgada y de rescates a los que son “demasiado grandes para quebrar”... La siguiente crisis será aun más grande. ¿De dónde provendrá? ¿Del incumplimiento de los gobiernos estatales y locales? ¿De los fondos de pensiones? ¿De una nueva “burbuja” asiática? ¿Del incumplimiento de Grecia, Italia o Irlanda? ¿Quién sabe?*

3 SON LAS FLUCTUACIONES GRANDES, NO LA VOLATILIDAD NORMAL, LO QUE DAÑA LA ECONOMÍA (O, ES MEJOR SOPORTAR TEMBLORES FRECUENTES QUE UN GRAN TERREMOTO...)

En uno de los primeros estudios que ligaron la literatura de ciclos de negocios con la de crecimiento económico, Ramey y Ramey (1995) encontraron que la volatilidad macroeconómica no sólo guarda relación con variaciones cíclicas del consumo y el ahorro sino que además ejerce un efecto negativo sobre el crecimiento de largo plazo. ¿Pero es la volatilidad macroeconómica siempre mala? O, desde otra perspectiva, ¿son todos los tipos de volatilidad igualmente perjudiciales?

GRÁFICO 7. Volatilidad normal y de crisis: Argentina, 1960 - 2008



Hnatkovska y Loayza (2005) intentaron responder estas preguntas descomponiendo las medidas estándar de volatilidad macroeconómica en dos tipos: volatilidad “normal” y volatilidad de “crisis”. Los autores ilustraron esta descomposición refiriéndose al ejemplo de Argentina, que se reproduce en el Gráfico 7. Allí se presenta la tasa de crecimiento anual del PIB per cápita de Argentina para el periodo 1960 a 2008. Mediante ciertas comparaciones internacionales, los autores establecen unos parámetros para lo que podría considerarse como fluctuaciones propias de una volatilidad normal (en el gráfico, ésta correspondería a las variaciones del crecimiento anual entre las líneas horizontales punteadas). Las caídas del crecimiento anual por debajo del límite inferior serían consideradas como fluctuaciones propias de una volatilidad de crisis. En tiempos recientes, Argentina habría vivido volatilidad de crisis a comienzos de los años 2000 y a finales de los años 1980, por ejemplo.

Hnatkovska y Loayza encuentran que el efecto negativo de la volatilidad sobre el crecimiento económico se puede atribuir casi exclusivamente a la volatilidad de crisis. En términos cuantitativos, el efecto de la volatilidad de crisis es 4 veces más grande que el efecto correspondiente a la volatilidad normal. Estrictamente hablando, este último ni siquiera es estadísticamente negativo.

Yendo más lejos, cabría la pregunta sobre si existe tal cosa como una “buena” volatilidad. Con base a la evidencia que presento a continuación, me atrevo a responder que sí: pequeñas dosis de ciertos tipos de volatilidad pueden servir como vacuna contra grandes recesiones. En términos generales, la volatilidad puede ser buena cuando refleja una flexibilidad en la asignación de recursos y en la transmisión de información. Así, es buena la volatilidad que resulta de ciertos cambios en precios relativos, como, por ejemplo una disminución de salarios reales para reducir el desempleo o una depreciación del tipo de cambio para mermar el déficit comercial. Aunque parezca contraproducente, también puede ser buena la volatilidad que resulta del cambio en los valores de los activos financieros, como cuando baja el valor de las acciones de las empresas que arrojan resultados de producción y ventas deficientes. Estos cambios de precios y valores permiten un ajuste real que, aunque doloroso en el corto plazo, equilibra mercados y disminuye tensiones que puedan producir crisis en el largo plazo.

Es ilustrativo el contraste entre los efectos de la crisis *Dot Com* de comienzos de los 2000 y la reciente crisis de hipotecas *Sub-prime*. La crisis *Dot Com* ocasionó pérdidas del orden de US\$ 5 billones en el mercado accionario estadounidense de marzo de 2000 a octubre de 2002. A pesar de una pérdida tan

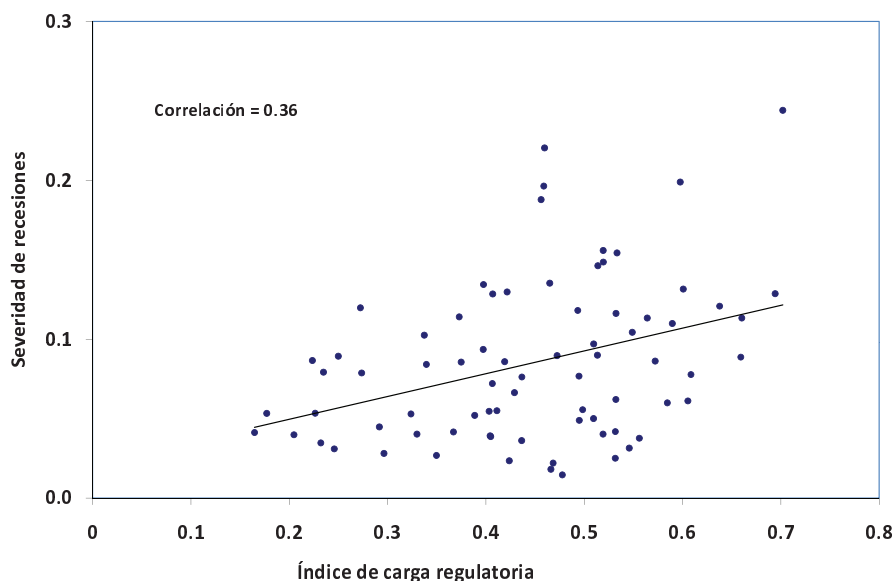
cuantiosa, no resultó en una crisis financiera sistémica y sólo produjo una recesión moderada en Estados Unidos. En contraste, la crisis de hipotecas *Sub-prime* condujo a pérdidas accionarias directas mucho menores, de alrededor de US\$ 400 mil millones y, sin embargo, acarreó una enorme crisis financiera sistémica y una gran recesión. ¿Qué explica la diferencia? Según Cochrane (2010), la diferencia radica en que en la primera crisis el mecanismo de precios se mantuvo activo, permitiendo un ajuste rápido, que aunque duro, eliminó la incertidumbre y reordenó los valores de inversión. En la crisis *Sub-prime*, la confusión sobre el verdadero valor de los activos financieros basados en hipotecas (o *mortgage-backed securities*) era tal que las transacciones se congelaron y el mecanismo de precios resultó inoperante. Y sin ajuste de precios, el mercado simplemente colapsa.

Otro ejemplo interesante sobre los beneficios de los ajustes tempranos y la volatilidad resultante es citado por Blanchard y otros (2010), en su estudio sobre el impacto de la reciente crisis financiera en las economías emergentes. Ellos comparan las reacciones distintas de Chile y Rusia a la crisis internacional. Ambos países son grandes productores de materias primas y los dos recibieron un choque comercial cuantioso. Ambos están conectados financieramente con el resto del mundo, pero al comienzo de la crisis Rusia tenía cierta ventaja sobre Chile pues contaba con más reservas externas en relación a la deuda de corto plazo. Entonces cabría esperar que Rusia saliera mejor parada de la crisis internacional. No fue así, sin embargo. A Chile le fue mejor por dos razones básicas. La primera es que contaba con un mecanismo de estabilización fiscal más efectivo. La segunda es que tenía, y mantuvo en medio de la tormenta, un régimen de tipo de cambio más flexible: la depreciación temprana del peso chileno previno flujos de capital especulativos y así limitó el daño de la crisis. Nuevamente, un ajuste a tiempo se muestra como una vacuna contra grandes reveses.

Shock absorbers, Escape Valves, Safety Switches... son términos que la literatura económica pareciera haber adoptado de la ingeniería para ilustrar vívidamente los mecanismos de protección contra choques económicos. Todos ellos connotan la importancia de la flexibilidad y el ajuste temprano y moderado. Si se me permite una analogía, la flexibilidad en la economía es tan valiosa como la flexibilidad en las construcciones físicas para resistir el embate de los terremotos. A comienzos de 2010 hubo dos sismos enormes, uno en Haití y otro en Chile. El terremoto de Chile fue 500 veces más fuerte que el de Haití, y sin embargo por el de Haití murieron 220,000 personas frente a menos de 1,000 en el de Chile. De acuerdo a los especialistas, gran parte de este contraste en los daños humanos y materiales se debió a la diferencia en las construcciones de edificios, puentes y carreteras entre los dos países. En Chile, estas estructuras son construidas con armazones de acero que oscilan conforme a las ondas sísmicas, en vez de resistirlas. La volatilidad normal de ajuste macroeconómico sirve el rol de la oscilación de los edificios: previene las crisis y descalabros mayores. Es quizás una paradoja, pero es cierto que a fin de evitar fluctuaciones abruptas, la economía necesita movimiento y ajuste constantes.

¿Qué mecanismos pueden ayudarle a la economía a ajustarse continua pero moderadamente? Algunos de ellos han sido debatidos por décadas y son lo suficientemente bien conocidos. Tal es el caso de las medidas macroeconómicas de estabilización, como las políticas fiscales contracíclicas y las políticas monetarias y cambiarias que faciliten el ajuste de precios relativos. Otros mecanismos son de discusión más reciente y, según algunos estudios, pueden tener un efecto no menos importante en la protección contra las crisis (ver, por ejemplo, Collier y Goderis, 2009). Me refiero en particular a la flexibilidad microeconómica, es decir a la capacidad de las empresas de reaccionar y ajustarse frente a las cambiantes condiciones del mercado. Esta capacidad se deriva tanto de la flexibilidad de los mercados laborales como de la facilidad en la entrada y crecimiento de firmas innovadoras y en la salida de las menos eficientes.

En gran medida esta flexibilidad microeconómica está relacionada con la libertad de “hacer negocios” originada en un adecuado marco regulatorio. En algunos casos, el sistema regulatorio debe ser suficientemente exigente como para motivar la prudencia y transparencia de quienes administran

GRÁFICO 8. *Severidad de recesiones y carga regulatoria*

FUENTE: Bergoing y otros (2004).

recursos públicos. Tal es el caso de las sociedades anónimas, los bancos, las bolsas de valores, y el sistema financiero en general (aunque si los incentivos están dados para favorecer el riesgo excesivo, tal como fue discutido arriba, ninguna cantidad de regulación podrá frenar la conducta irresponsable de los agentes financieros). En la mayoría de casos, sin embargo, el sistema regulatorio debe ser ligero y flexible, adecuado a la realidad de la economía (como por ejemplo, la productividad de sus trabajadores) y a la capacidad de hacer cumplir del Estado (que en países en desarrollo es limitada).

La evidencia empírica muestra que los mejores esquemas regulatorios para acelerar el crecimiento y prevenir las crisis económicas son los que fomentan la transparencia y el autocontrol y favorecen los mecanismos de mercado y competencia, y no los que multiplican leyes, normas, y requisitos burocráticos (ver Loayza y Servén, 2010). La carga regulatoria puede, en efecto, ser contraproducente. Lejos de proveer una protección efectiva para consumidores, accionistas o trabajadores, una carga regulatoria excesiva puede limitar la capacidad de ajuste de las empresas y así exacerbar la volatilidad de la economía y la severidad de las recesiones, dañando a todos los agentes económicos (ver Gráfico 8).

4 CONCLUSIONES

En conclusión, la crisis internacional reciente no ha invalidado el conocimiento que habíamos adquirido sobre los orígenes y las curas de las crisis económicas. Más bien, lo ha confirmado. A mi modesto juicio, la lectura de la evidencia me permite derivar tres lecciones:

- Las políticas e instituciones domésticas, y no la globalización, continúan siendo los principales determinantes de la volatilidad excesiva y las crisis económicas.
- Los seguros gratuitos al riesgo y la práctica de “rescates” a bancos y empresas deficientes están siempre en el origen de las peores crisis.
- La flexibilidad para ajustarse a nuevas condiciones, alentada por un marco regulatorio ligero y eficiente, es el mejor antídoto contra los descalabros macroeconómicos.

REFERENCIAS

- Bergoeing, R., N. Loayza, y A. Repetto (2004), “Slow recoveries”, *Journal of Development Economics*, 75(2), 403-506.
- Blanchard, O., H. Faruquee y M. Das (2010), “The initial impact of the crisis on emerging market countries”, *Brooking Papers on Economic Activity*, 41(1), 263-307.
- Calderon, C. y T. Didier (2009), “Severity of the crisis and its transmission channels”, LCR Crisis Briefs Series, World Bank.
- Chang, R., L. Kaltani y N. Loayza (2009), “Openness can be good for growth: The role of policy complementarities”, *Journal of Development Economics*, 90(1), 33-49.
- Cochrane, J. (2010), “Lessons from the financial crisis”, *Regulation*, 32(4), 34-37.
- Collier, P. y B. Goderis (2009), “Structural policies for shock-prone developing countries”, *Oxford Economic Papers*, 61(4), 703-726.
- Hnatkovska, V. y N. Loayza (2005), “Volatility and growth”, en Aizenman, J. y B. Pinto (eds.), *Managing Economic Volatility and Crises*, Camnbridge University Press, cap. 2, 65-100.
- Lane, P. y G. M. Milesi-Ferreti (2010), “The cross-country incidence of the global crisis”, IMF Working Paper 10/171.
- Loayza, N. y C. Raddatz (2007), “The structural determinants of external vulnerability”, *World Bank Economic Review*, 21(3), 359-387.
- Loayza, N., R. Rancièrè, L. Servén y J. Ventura (2007), “Macroeconomic volatility and welfare in developing countries: An introduccion”, *World Bank Economic Review*, 21(3), 343-357.
- Loayza, N. y L. Servén (2010), *Bussiness regulation and economic performance*, World Bank.
- Lucas, R. (2004), *Lectures on Economic Growth*, Harvard University Press.
- Malik, A. y J. Temple (2009), “The geography of output volatility ”, *Journal of Development Economics*, 90(2), 163-178.
- Mishkin, F. y K. Schmidt-Hebbel (2007), “Monetary policy under inflation targeting”, Banco Central de Chile, Working Paper 396.
- Raddatz, C. (2007), “Are external shocks responsible for the inestability of output in low-income countries?”, *Journal of Development Economics*, 84(1), 155-187.
- Ramey, G. y V. Ramey (1995), “Cross-country evidence on the link between volatility and growth”, *American Economic Review*, 85(5), 1138-1151.
- Rosenzweig, M. (2008), “Opennes and poverty reduction in the short and long run”, en Zedillo, E. (ed.), *The Future of Globalization: Explorations in Light of Recent Turbulence*, Routledge, cap. 10, 163-177.