

## CRISIS CAMBIARIAS: TEORÍA Y EVIDENCIA

**Autor:** *Óscar Bajo Rubio*

El objetivo de este trabajo es presentar una sencilla exposición de las principales explicaciones proporcionadas por la teoría económica al fenómeno de las crisis cambiarias, y de cómo se ajustan a los hechos, con especial referencia a las crisis acaecidas en la última década. Para ello, definiremos una crisis cambiaria como la imposibilidad, por parte de las autoridades de un país, de defender una paridad determinada para el tipo de cambio, a consecuencia de un ataque especulativo llevado a cabo por los operadores en el mercado de cambios.

Podemos distinguir dos clases de teorías explicativas de las crisis cambiarias, según tomen como principal elemento explicativo, bien una evolución desfavorable de las condiciones económicas fundamentales (en lo sucesivo, y para abreviar, simplemente "fundamentos") que presumiblemente tenderían a afectar al tipo de cambio de acuerdo con los postulados de la teoría económica (los llamados modelos de "primera generación"), o bien la presencia de expectativas, acerca del comportamiento del gobierno, que se autoafirman, y ello incluso aunque los "fundamentos" no presenten una evolución particularmente desfavorable (los llamados modelos de "segunda generación"). De acuerdo con los modelos de "primera generación", los países experimentan crisis cambiarias porque en última instancia llevan a cabo políticas monetarias o fiscales insostenibles, o bien sufren un deterioro de su competitividad, lo que les obliga eventualmente a abandonar el tipo de cambio fijo. En los modelos de "segunda generación", por el contrario, los ataques especulativos pueden aparecer incluso en ausencia de problemas con los "fundamentos", esperados o futuros; y ello va a ocurrir porque los ataques se autoafirman y desplazan el tipo de cambio de un equilibrio a otro. Simplificando el argumento, podríamos decir que en los modelos de "primera generación" los mercados anticipan la crisis, mientras que en los modelos de "segunda generación" son los mercados los que provocan la crisis.

Los modelos de "primera generación" fueron objeto de diversos contrastes empíricos a partir de la segunda mitad de los años ochenta, generalmente para el caso de países latinoamericanos (como México o Argentina), en un intento de relacionar las crisis cambiarias con la evolución desfavorable de los "fundamentos" de dichas economías. Sin embargo, la

gran escala de los ataques que afectaron a las monedas participantes en el mecanismo de cambios del SME en 1992-1993, unida al espectacular desarrollo experimentado por los mercados financieros, que han tendido a reforzar los instrumentos en manos de los especuladores, se ha interpretado como un desplazamiento en la balanza de poder entre bancos centrales y mercados, y ha proporcionado un creciente interés por los modelos de "segunda generación".

En general, los estudios empíricos disponibles llegan a la conclusión de que los "fundamentos" desempeñan ciertamente un papel en el desencadenamiento de las crisis cambiarias, las cuales vendrían precedidas por el deterioro de diversos indicadores. Sin embargo, también es cierto que las expectativas de devaluación suelen aparecer demasiado brusca e inesperadamente para que puedan ser explicadas únicamente por los "fundamentos": aunque el deterioro de los "fundamentos" pudiera haber preparado el terreno para la especulación, cabría pensar que, en las crisis cambiarias recientes, el momento y, sobre todo, la magnitud de los ataques se hubieran producido a raíz de un cambio súbito de las expectativas, validando así el papel desempeñado por la especulación autoconfirmativa.

En síntesis, el extraordinario desarrollo de los mercados internacionales de capitales en los últimos años hace cada vez más difícil el funcionamiento de un sistema de tipo de cambio más o menos fijo. Por tanto, la opción para un país va a ser cada vez más, bien aceptar un tipo de cambio plenamente flexible (con la presumible elevada volatilidad del mismo que ello significaría), o bien adoptar una moneda común con otros países; opción esta última que, en un mundo crecientemente globalizado, debería llevar en última instancia a una moneda única mundial. De esta manera, ante las enormes dificultades de carácter político que supondría en la actualidad esta última opción, y si se desean mitigar las consecuencias de la elevada volatilidad de los tipos de cambio, la posibilidad de introducir algún tipo de impuesto sobre los movimientos internacionales de capitales a corto plazo, como el propuesto por Tobin y sus coautores, está siendo objeto de un intenso debate. No cabe duda de que a nadie se le ocultan las dificultades de su implantación en la práctica; sin embargo, la enorme magnitud de los flujos internacionales de capitales a corto plazo, la forma en que éstos se llevan a cabo (con criterios que, aunque puedan ser racionales desde el punto de vista del inversor individual, resulta bastante dudoso que lo sean desde el punto de vista macroeconómico), y las consecuencias muchas veces dramáticas que han supuesto para numerosas economías (en particular las de los países emergentes), justificarían, en nuestra opinión, considerar seriamente una alternativa de este tipo, que tratara de limitar los movimientos de capitales especulativos en el corto plazo.



