

Jérôme Sgard

LA ECONOMÍA DEL PÁNICO

Prefacio a la edición en español

La economía del pánico se publica en español poco más de un año después de su edición en francés, gracias al apoyo del Servicio Cultural de la Embajada de Francia en Buenos Aires. Agradezco por ello calurosamente a Joël Le Bail y Alexandre Roig, a quienes manifiesto toda mi gratitud, así como a Lucía Vera, que realizó la traducción de un texto a veces difícil y abstracto.

He realizado dos modificaciones principales a la versión original. El capítulo V sobre Brasil y Argentina ha sido actualizado, especialmente para desarrollar el análisis de la pesificación y sus efectos. Además del interés que puede suscitar este punto en los lectores latinoamericanos, y especialmente argentinos, este análisis permite insertar mejor esas dos experiencias en la discusión global sobre las crisis monetarias. También he precisado el análisis de la propuesta de “ley de quiebra para los Estados soberanos”, presentada por el FMI. Aunque esta reforma ha sido por ahora abandonada, me pareció útil analizar su lógica de manera más detallada, especialmente a partir de documentos técnicos publicados por el FMI, lo que esclarece algunos desafíos actuales de la “globalización” y de las vías posibles para mejorar la regulación de los mercados financieros internacionales. Finalmente, algunos agregados breves en las últimas páginas del libro precisan algunos puntos sobre los cuales ha recibido críticas la versión original.

))((

Introducción

La economía del pánico

La economía capitalista tiene, desde hace mucho tiempo, una geografía. O, por lo menos, tiene un centro, que presenta los niveles de riqueza más elevados, así como las capacidades de innovación y de

decisión más importantes. Y luego, en la periferia, se encuentran países bastante menos dotados, dominados desde varios puntos de vista, y que con frecuencia tienen instituciones y estructuras sociales más frágiles. Si bien esta separación es permanente y son escasos los que pasan de uno a otro de estos lugares geométricos, históricamente las relaciones entre ellos han variado fuertemente. Los impulsos económicos —el crecimiento, las innovaciones, las crisis— se han difundido de manera más o menos rápida, o por diferentes canales, y así los ciclos y los ajustes económicos han sido más o menos solidarios.

Es evidente que los mercados de bienes y de capitales tienen el papel más importante en la explicación de esta transmisión de los impulsos económicos: desde el inicio del capitalismo el grado de integración internacional de las economías ha variado mucho y, sobre todo en el plano financiero, la estructura de los mercados ha producido dinámicas y riesgos muy diferentes. Pero la economía mundial ha sido también objeto de intervenciones deliberadas de los gobiernos, por medio de acciones colectivas destinadas explícitamente a preservar o restablecer la regulación de los mercados o, en todo caso, una estabilidad mínima.

Incluso durante el largo siglo XIX liberal, el importante desarrollo del derecho internacional y de las normas comerciales tenía el objeto de contribuir a la estabilidad de los intercambios y, especialmente, a la solución rápida de los diferendos; la reconstrucción de un sistema monetario internacional en las dos posguerras, así como la liberalización comercial a partir de los años 1950, se inscriben en esta perspectiva normativa. Pero, de manera más ambiciosa, en los años 1920 y sobre todo en las últimas décadas, se ha tratado de construir instrumentos de intervención, sobre una base multilateral fuerte, que han tomado un carácter más discrecional, o más ejecutivo, especialmente frente a las crisis financieras. Esto es algo que también ha pesado sobre los beneficios y los riesgos de la interdependencia.

En este libro se estudia un nuevo ciclo, o un nuevo “régimen” de interacción entre el centro y la periferia de la economía mundial, que ha ido apareciendo desde el comienzo de los años noventa. Se inició hacia el final de la crisis de la deuda de los años ochenta, cuando las economías más afectadas lograron restablecer una cierta estabilidad económica interna, mientras volvían a tener acceso a los mercados financieros, sobre una base muy amplia. No sólo el volumen de los capitales con los cuales pudieron contar era mucho más grande que en los años setenta, sino que se diversificaron sus soportes, como respuesta a la liberalización de los movimientos de capitales en esas nuevas “economías emergentes”. En una ruptura con casi todos los períodos anteriores, los inversores internacionales pudieron adquirir muchos activos financieros privados, especialmente en los mercados

locales, y ya no sólo títulos de deuda en divisas emitidos con la garantía de los Estados soberanos.¹

Percibida como una simple prolongación de la apertura comercial, esta liberalización financiera se llevó generalmente a cabo con gran rapidez, sin prestar ninguna atención al marco prudencial de los mercados locales y a sus operadores. La amplitud de los cambios estructurales y los nuevos riesgos que implicaban sólo comenzaron a medirse, con retraso y de manera progresiva, a partir del ciclo de las crisis que se inició en México a fines de 1994, y que alcanzó luego al Sudeste Asiático y a Corea en 1997, a Rusia en 1998, a Brasil en 1999, a Turquía en 2000 y, finalmente, a la Argentina en 2002.

Entre esos episodios sucesivos y las crisis de los años ochenta hay, en realidad, pocos puntos comunes, lo que ha aumentado las dificultades para aportar alguna respuesta coherente. Hemos observado dinámicas económicas centradas en los balances privados y los bancos, y no ya en las finanzas públicas y la moneda; las recesiones han sido más cortas y más violentas, y han dejado numerosas secuelas en el plano social y en los sistemas financieros, lo que puede afectar durante mucho tiempo el crecimiento de estos países. En el plano externo, los fenómenos de contagio, habituales en los mercados de capitales internacionales, han sido más amplios y rápidos que en las décadas anteriores. De manera especialmente espectacular, en el otoño de 1998, después del *default* de la deuda pública rusa y la cuasi quiebra del *Hedge Fund* LTCM, durante algunas semanas se temió la extensión de la crisis a los mercados de capitales centrales, especialmente a Wall Street. Esta convergencia centrípeta del contagio es un fenómeno excepcional: la amenaza había sido percibida en agosto de 1982 después del *default* de la deuda mexicana, sin embargo, para verlo antes deberíamos remontarnos hasta la crisis de 1933 en los Estados Unidos, que tuvo su origen en Austria; o hasta la crisis de Barings de 1890-1891 que, proveniente de Argentina, desestabilizó brevemente al Banco de Inglaterra.

Desde 1995 en adelante, sobre todo con la crisis asiática, este aumento de los riesgos cuestionó de manera radical las estrategias de gestión de las crisis y también a los actores encargados de esas estrategias. En el plano nacional, las instituciones públicas se han visto con frecuencia paralizadas por la crisis de los mercados; pero lo mismo vale para las instituciones multilaterales, comenzando por el FMI, que muchas veces ha dado la impresión de responder a los sucesivos *shocks* de manera improvisada o *ad hoc*, cuando no se lo ha acusado directamente de arrojar leña al fuego. De manera que, después de

¹ Entre la muy importante literatura sobre los controles de capitales y la liberalización financiera, véase especialmente Ariyoshi y otros (2000), Dooley (1996), Edwards (2001), Eichengreen y otros (1998), Rodrick y Velasco (1999b).

haber afirmado y repetido sin cesar que la globalización era llevada a cabo exclusivamente por los intereses privados y que iba a marginar irremediabilmente a los Estados, la década terminó con una constatación más ambigua: la globalización continuaría progresando, pero también había necesidad de más regulaciones, e incluso de una reforma más general de la “arquitectura financiera internacional”, según la expresión utilizada por el presidente Clinton en septiembre de 1998.

Los dos objetivos de este libro son: analizar la nueva dinámica de las crisis financieras e informar sobre las diversas estrategias que se han adoptado frente a ellas, las hipótesis sobre las cuales se apoyan esas estrategias y las razones exactas de su eventual fracaso. Esperamos que así será posible comprender mejor la nueva fase de globalización y las novedades que ésta ha introducido con relación a las fases anteriores de integración internacional. Las crisis son interesantes en sí mismas, pero también porque esclarecen el tiempo normal, ese tiempo durante el cual el régimen económico funciona regularmente, al menos en apariencia.

Así, el objetivo principal es analizar y conocer. Buscamos comprender lo mejor posible el mundo tal como es y las razones por las cuales los sacudones que sufre pueden llegar a ser destructivos. De la misma manera, la dimensión política o normativa que puede aparecer, en una u otra conclusión, es ostensiblemente pragmática y reformista, ya que tratar de identificar los puntos de fragilidad de la economía de los mercados globalizados es también buscar aquellos puntos sobre los cuales la acción pública pueda ejercerse hoy, en el mundo tal como es.

Con este objetivo, no nos alejamos en nada de los principios en los que se basan comúnmente la economía y la política económica liberales, en el sentido más corriente del adjetivo. No supone renunciar al espíritu crítico el hecho de plantear que existen reglas del juego económico que, ciertamente, se expresan en instituciones e historias muy variadas, pero de las cuales sabemos que, cuando se las contradice, quedamos expuestos a riesgos muy serios. De la misma manera, si algunas reglas o algunas instituciones económicas se ven cuestionadas o degradadas, la experiencia enseña que las consecuencias pueden ser muy duras para la sociedad en su conjunto. La cuestión consiste en llegar a conocer la manera en que esas reglas y esas instituciones pueden llegar a debilitarse o destruirse, ya que, en general, son bastante estables.

Por el contrario, no se va a encontrar aquí una denuncia solemne o un cuestionamiento radical de la globalización, apoyada en la hipótesis limitada (ya que resulta in formulable) de que “otra economía” u “otro capitalismo” son posibles. Una razón para esto es, al menos, que la globalización tiene también sus beneficios, que pueden ser importantes, en particular en el plano del comercio de bienes, de la difusión

tecnológica y del acceso –bajo ciertas condiciones– al ahorro internacional.

Ciertamente, este mundo también es peligroso; ya que el capitalismo ha sido siempre amoral, puede producir a veces una violencia social extrema y, sobre todo, es duro con los débiles de manera espontánea. Por eso hoy, como en el pasado, el capitalismo genera siempre una crítica radical, o bien la búsqueda utópica de otro orden social posible: el anticapitalismo, que generalmente se confunde con el anti-economicismo, acompañó toda la historia del capitalismo desde hace por lo menos tres siglos; de hecho, ha animado movimientos políticos o sociales que permitieron hacerlo más tolerable. ¿El cuestionamiento actual de la globalización tendrá tal vez resultados comparables? Sólo diremos aquí una cosa: si ése fuera el caso, entonces el carácter radical de la crítica y del análisis no deberían implicar que el proyecto o las propuestas que ellas alimentan sean igualmente radicales. Esto también es una historia conocida.

Para tratar de avanzar paso a paso ante una realidad mal conocida y confusa, nos apoyamos en las herramientas estándares de la ciencia económica tal como es hoy en día, y nos esforzamos por adaptarlas con el fin de dar cuenta de las situaciones extremas creadas por las crisis financieras y monetarias. Comprender el derrumbe de Indonesia o de la Argentina, o la economía de trueque en Rusia, no requiere conceptos especiales, hipotéticamente estarían adaptados a la realidad inmanente de esas sociedades.

No ignoramos que esas crisis se inscriben en historias y en economías políticas complejas que no pretendemos transcribir aquí. Hemos incluido los elementos que nos parecen más importantes y, sobre todo, tratamos de no excluir factores *a priori*, por su sola construcción lógica; intentamos extender todo lo posible el alcance de los conceptos económicos. Pues con un mínimo de habilidad, la caja común de herramientas de los economistas demuestra ser muy eficaz: contrariamente al temor muy corriente de aquellos para quienes los conceptos económicos pertenecen sobre todo a los grandes números, en realidad estos conceptos resisten muy bien a la corrosión del más duro realismo, incluso cuando los mercados pierden su coordinación o cuando el sistema de pagos deja de funcionar, es decir, cuando no se logran las condiciones de un equilibrio de mercado.

En particular, las reglas de comportamiento que describe la teoría económica suministran una guía muy firme, especialmente cuando se toman en cuenta los estímulos y las restricciones a las cuales están sometidos los agentes, especialmente en el plano de la información. Por eso hemos tratado, dentro de lo posible, de basar el análisis de las dinámicas económicas tomando en consideración de manera tan precisa como fue posible los comportamientos individuales que están en su origen. Esto vale especialmente para las interacciones con las

instituciones y los instrumentos de gestión de la crisis, en las cuales se juega la progresiva pérdida de coordinación de los mercados, al punto de cuestionar a veces las condiciones de una recuperación ulterior de los intercambios, y así como del crecimiento y de la inversión.

Por el contrario, esperamos haber dejado de lado todas las hipótesis *ad hoc*, y hemos excluido las facilidades más peligrosas: la referencia a mercados inmanentes y autoinstituidos y el recurrir a instituciones o a un Estado muy importante que aparecerían, en el análisis, como un *deus ex machina* ; o a los “fundamentos últimos” de una economía de mercado, a la “esencia” del capitalismo, o a cualquier otro marco holístico que, so pretexto de ser pluridisciplinario, dañaría inevitablemente el conocimiento económico. Si bien el objeto empírico está a veces muy alejado de los asuntos que habitualmente tratan los economistas, los conceptos, el enfoque analítico y la epistemología de Popper sobre los cuales nos apoyamos son muy comunes. Las hipótesis y proposiciones que ofrecemos esperan entonces ser probadas y criticadas. Será por su capacidad de resistencia que se establecerá su calidad, y no por la seducción de una interpretación englobadora o la afirmación de una verdad última de la globalización.

Este libro

La primera parte presenta un análisis detallado de los episodios principales de crisis desde 1994. Se apoya especialmente en encuestas realizadas en la mayoría de los países afectados, que permitieron entrevistar a cerca de 150 responsables de los bancos centrales, de los ministerios de Finanzas, de los bancos comerciales, empresas industriales, centros de investigación, etc. El beneficio principal de estas entrevistas fue poder basarse en una información mucho más rica que la reproducida en su época por la prensa internacional, o en diversas publicaciones oficiales y académicas que se produjeron luego. Al mirar las cosas con una cierta perspectiva, resulta sorprendente constatar hasta qué punto estas nuevas crisis fueron reducidas progresivamente a uno o dos escenarios de una extraordinaria pobreza formal. En última instancia, todo parece resumirse a regímenes de anclaje del tipo de cambio que resultaron inapropiados, adosados a bancos frágiles (por estar presos en una economía política hecha de corrupción y de un intervencionismo desafortunado), lo que se ha denominado el “*crony capitalism*”, o capitalismo de compinches y pillos.

Kaminsky y Reinhart (1996) han mostrado que, a largo plazo y mediante la espera de un tiempo a veces sustancial, las crisis bancarias y las crisis cambiarias están altamente correlacionadas, con una

relación cuya tendencia va de las primeras hacia las segundas. Esta constatación se ha tornado ahora banal, pero no lo era inmediatamente después de la crisis mexicana. Por eso este artículo marcó un hito en el tiempo y tuvo luego una importante descendencia.² En estas condiciones, el marco analítico para comprender estas dinámicas sigue siendo muy limitado. Si bien hay numerosos trabajos referidos a las dinámicas de cambio y al contagio entre mercados internacionales de activos, los mecanismos de extensión de la crisis financiera dentro de las economías son todavía ampliamente desconocidos. A pesar de esto hay buenas razones para pensar que en Asia esos mecanismos han contribuido directamente a la volatilidad de los mercados.

En el plano interno, el análisis subyacente no es diferente hoy del que proponía Bagehot en 1872. Y como la microestructura del mercado ya no es la misma, el resultado es extremadamente esquemático. Para decirlo brevemente, después del éxito inevitable del ataque especulativo, los bancos se derrumbaron y la crisis sistémica se expandió en un enorme *black-out*: fin del episodio. A los técnicos del FMI y del Banco Mundial no les quedaba otra cosa que pasar la escoba y limpiar los balances bancarios. ¿Tal vez este conocimiento tan limitado de los mecanismos de crisis en el plano interno explique en parte la dificultad para responder eficazmente, incluso en el plano externo?

En este libro tratamos de comprender cuáles fueron las rupturas que explican la amplificación, a veces desmesurada, de esas crisis financieras, y también su diferenciación entre países. Sin embargo, el objetivo no es hacer una enciclopedia de la patología financiera y, todavía menos, una crónica de los años de crisis: hemos constituido una grilla de análisis que da cuenta de los sucesivos episodios desde 1995. El interés del ejercicio es que su diversidad permite identificar claramente diferentes modelos típicos de crisis de pagos privados, que adoptan entonces un carácter general. ¿Sólo los pasivos bancarios han resultado afectados, es decir, los depósitos y el sistema de pagos, o también los activos y, por lo tanto, también el crédito a la economía real? Estas dos crisis, ¿se han sucedido o se han adicionado? ¿Los depositantes han huido de los bancos que se suponían más frágiles, o de todo el sistema bancario? ¿Han sustituido sus activos por moneda en efectivo, o ésta también ha sido alcanzada por el movimiento de desconfianza? En este caso, y contrariamente a los precedentes, habría que concluir que el Banco Central *también* se ha desestabilizado y que la crisis se ha transferido de los pagos privados a la moneda, que es un bien público.

² Véase especialmente Demigurc-Kunt y Detragiache (1998), y Hardy y Pazarbasioglu (1998); de manera más general Caprio y Klingebiel (1996), Goldstein y Turner (1996), Honohan (1996), Gavin y Hausmann (1996), Lindgren y otros (1996).

A título heurístico, para guiar el análisis de las crisis y ordenar los problemas, se puede plantear que un mercado supone en primer lugar flujos de bienes, de servicios y de capitales y, estrechamente relacionados, flujos de contratos tal como los estudia la microeconomía. Esos contratos formalizan los intercambios entre agentes y están vinculados de hecho a los pagos: si éstos se suspenden, los contratos deberán ser renegociados de manera más o menos formal, antes de que vuelvan los intercambios y se retomen los pagos. He aquí la manifestación primera de toda crisis financiera: la aparición de pérdidas no habituales de capital, que de una manera u otra deberán ser absorbidas por los agentes. Según que esa distribución respete los compromisos de pagos anteriores o, por el contrario, traiga consigo una ruptura de los contratos, se hará necesaria una socialización más o menos amplia de las pérdidas y de las deudas. En realidad, en una economía capitalista, éste es el mejor indicador de la gravedad de una crisis y de su costo social futuro.

Por detrás de esta coordinación de mercado definida en sentido estricto –bienes y activos, contratos y pagos– aparecen dos instituciones de carácter público que condicionan su buen funcionamiento y cuyo desarreglo resulta, por lejos, extremadamente peligroso. Estas instituciones son: la moneda –que puede ser destruida si, por ejemplo, el prestamista en última instancia fracasa en contener una crisis de pagos–, y los derechos de la propiedad privada –que formalizan la dotación del agente capitalista–. De la misma manera que las instituciones monetarias regulan los pagos privados, la propiedad subyace en los contratos por medio de relaciones que pueden tornarse canales de transmisión de la crisis: si los contratos se suspenden o se rompen, la propiedad, de hecho, es cuestionada de manera más o menos grave. Más allá de una desestabilización o de una ruptura de los mercados propiamente dichos (en tanto mecanismos de coordinación), la mayor o menor debilidad de la moneda o de los derechos de propiedad es lo que diferencia las crisis por su amplitud y su dinámica.

En este libro analizamos en particular tres crisis de liquidez que se sucedieron en Asia en 1997 y 1998. En primer lugar se produjo, de acuerdo con el orden cronológico que seguimos aquí, la “doble crisis” que afectó al tipo de cambio y a los bancos en Tailandia, a partir de comienzos de 1997. Luego, una crisis pura de liquidez externa, *a priori* menos grave que la anterior, fue ilustrada por el caso de Corea (fines de 1997) y México (hacia fines de 1994 y comienzos de 1995), con variantes interesantes de comparar. Finalmente, Indonesia presenta un caso inédito en el cual la dinámica de la crisis se extiende *in fine* hacia una crisis monetaria aguda, sin que los reguladores públicos logran controlarla.

Estos tres ejemplos pueden compararse con dos episodios de carácter muy original ya que en ellos la crisis no provino de los balances

ni de los pagos privados, sino que tuvo su origen directamente en la alteración de las instituciones monetarias *públicas*, observable *ex ante*. La crisis rusa de agosto de 1998 es el ejemplo más impresionante, porque se inscribe en la problemática de la transición o de la constitución de una economía de mercado, donde el desafío de los contratos y de los pagos está vinculado estrechamente al de la distribución y a la formalización de la propiedad de los activos económicos, lo que dominó la economía política rusa de los años 1990. Finalmente, la comparación de las trayectorias brasileña y argentina, desde comienzos de los años noventa hasta 2002, esclarece otro ejemplo típico: un caso en que las instituciones del capitalismo estaban ya establecidas, aunque no eran incorruptibles, pero donde resulta difícil restaurar regulaciones monetarias fuertes después de la crisis de pagos y de la otra crisis importante de la moneda, la hiperinflación (Aglietta y Orléan, 1982).

Hemos recorrido así un abanico muy amplio de crisis financieras y monetarias.

A la oposición subyacente entre la dimensión pública y privada de la crisis, la regla común y el oportunismo de los agentes, e incluso entre la regulación y el pánico, se agrega una segunda variable estratégica. Esta variable remite al marco institucional en el cual se establece la inserción de estas economías en los mercados de capitales internacionales: la interacción entre las crisis de liquidez interna y externa, es decir entre el sistema de pagos local (en moneda nacional) e internacional (en divisas). En caso de corrida de los inversores y derrumbe de los bancos, las tensiones se concentran especialmente en este punto y ponen al regulador ante una opción estratégica: ¿hasta qué punto hay que preservar la convertibilidad entre las dos monedas, y a partir de cuándo la protección de los bancos y de la unidad monetaria nacional exigen una interrupción de los flujos, por medio de una moratoria o de un control sobre las salidas de capitales? La respuesta a esta cuestión determina en amplia medida las decisiones que se tomen en otros planos. Mientras una gran parte de las críticas dirigidas contra el FMI se refieren a la política de tasas de interés elevadas seguida en Asia, se defiende el hecho de que esta opción reflejaba sobre todo su voluntad de preservar *a cualquier precio* la continuidad de los pagos externos. De hecho, esto suponía controlar estrechamente la emisión monetaria local. Esta decisión inicial, en la que subyace ya la respuesta a la crisis mexicana de 1995 y que será defendida obstinadamente en los años siguientes, traerá consigo un crecimiento muy amplio de los volúmenes financieros movilizados, problemas de coordinación con los inversores privados (*burden sharing*) y, finalmente, distorsiones cada vez más evidentes en la relación de condicionalidad. Esta desviación ha quedado simbolizada particularmente en una noción, de definición muy

ambigua, pero que ha tenido el mérito de condensar el debate subyacente: la del prestamista internacional en última instancia.

La segunda parte del libro desarrolla una comparación de carácter general entre los dos métodos paradigmáticos de gestión de las crisis: la bien conocida intervención en última instancia, y la regla de la quiebra, que actúa por fuera del mercado y se apoya en la renegociación formal de los contratos, imponiendo en última instancia una distribución explícita de las pérdidas de capital entre los acreedores. Todo o casi todo tiene un modo de funcionamiento opuesto, lo que se pone de manifiesto en sus respectivas historias: la lógica del ajuste microeconómico subyacente, su relación con la regulación del mercado, el marco institucional en el cual se inscriben, la interacción con los agentes privados y, finalmente, su economía política.

Sin embargo, ambos métodos remiten a principios de regulación de las crisis, que pueden estar coordinados pero que nunca se mezclan. Esto resulta claro con el prestamista en última instancia, pero vale también para el caso de la quiebra: aunque *a priori* se trate de cesaciones de pago individuales, su debilitamiento o su ausencia implican un riesgo creciente de que una crisis grave precipite una socialización amplia y no controlada de las pérdidas de capital. La quiebra es aquí el instrumento que protege el principio de propiedad privada, al distribuir de manera formal entre los acreedores las pérdidas de capital producidas por el fracaso de la empresa privada. Mientras el prestamista en última instancia remite a la coordinación de los agentes y, por lo tanto, al mercado, la quiebra está más vinculada a la definición del agente y a las restricciones a las cuales se ve sometido.

Mientras la quiebra y la intervención del prestamista en última instancia han tomado forma en el plano nacional, lo que las inserta en un marco jurídico e institucional muy denso, también esclarecen fuertemente la evolución de las estrategias internacionales frente a las crisis. Hay aquí un punto que sobresale especialmente: la regla de la quiebra estructura toda la experiencia histórica, desde comienzos del siglo XX, alrededor del concepto de *multilateralismo*, como regla de coordinación de los actores, y de *condicionalidad*, que es la formalización de su acuerdo. Una sola excepción surge ante esta preeminencia del principio de quiebra: los años noventa, que han visto la irrupción inédita de la problemática del prestamista internacional en última instancia, alrededor del cual se estructuró durante un tiempo un debate público. Sin embargo, los resultados no han sido demasiado concluyentes, a pesar de los recursos movilizados, por lo que este principio de intervención ha perdido progresivamente legitimidad. Sin duda, el paréntesis ya se ha cerrado, lo que refleja la exploración de nuevos enfoques vinculados a la quiebra: la reestructuración de la deuda de los Estados soberanos y sus corolarios, la moratoria o el

control sobre los movimientos de capitales, que protegen al sistema de pagos y a la moneda nacional.

¿Se ha cerrado ya el círculo? ¿Se ha encontrado la respuesta a las nuevas crisis de la globalización, a través del establecimiento prudente de vínculos con las prácticas históricas, basadas sobre el principio de la quiebra? Esto no es para nada seguro. Más allá de las experimentaciones sucesivas, el análisis de las estrategias de gestión de las crisis muestra que la alternativa primera, entre el prestamista de última instancia y la quiebra, remite también a dos instituciones importantes de la economía de mercado y del capitalismo: la moneda y los derechos de propiedad. Ahora bien, hoy en día, si bien los intercambios están ampliamente globalizados –bienes, contratos y pagos– estas instituciones siguen estando sólidamente ancladas al plano nacional. Por mucho tiempo subsistirá una gran variedad de instituciones monetarias y de estructuras jurídicas, que definen concretamente los derechos de propiedad privada y los medios para hacerlos valer. ¿Pueden construirse, sobre este marco institucional fraccionado, nuevas herramientas de “control de la globalización”? En cualquier caso, el análisis de las nuevas crisis esclarece las fragilidades más estructurales de la economía internacional y de sus instituciones. Las experiencias más singulares llevan así a conclusiones más generales.