

# Globalización y *crisis financieras* en América Latina

---

**Roberto Frenkel**

*Investigador Titular del  
Centro de Estudios  
de Estado y Sociedad (CEDES),  
Profesor de la Universidad  
de Buenos Aires,  
Director del Banco de la  
Provincia de Buenos Aires  
frenkelr@bapro.com.ar*

Este artículo está enfocado en las crisis financieras y cambiarias que tuvieron lugar en el contexto de la globalización financiera de América Latina. Está dividido en cuatro secciones. En la primera se presenta una visión sintética de la globalización financiera acaecida en los últimos 30 años. La segunda muestra un modelo común a las crisis de la década de 1990 y a las de comienzos del decenio de 1980. La tercera examina otras experiencias de globalización que no condujeron a crisis y sobre esa base analiza las medidas de prevención. Y la cuarta pasa revista a las trayectorias que conducen a una integración financiera segmentada y esboza algunas reflexiones sobre los problemas de coordinación internacional.

# I

## Tres décadas de América Latina en la globalización financiera

El proceso moderno de globalización financiera cumple tres décadas. Sus inicios pueden fecharse entre 1971 y 1973, en el período en que Estados Unidos liberó la atadura del dólar al oro y se adoptó la flotación de las monedas de los principales países desarrollados. El abandono del sistema de tipos de cambio fijos que regía desde los acuerdos de Bretton Woods traspasó el riesgo cambiario al sector privado y estimuló el desarrollo de los mercados de cambio y sus derivados (Eatwell, 1997).

Otro hito inicial fue el aumento del precio del petróleo decidido por la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) en 1973. La primera conmoción petrolera generó fuertes desequilibrios comerciales, que debieron ser financiados. El mercado de “eurodólares” tuvo entonces un fuerte aumento de demanda, al mismo tiempo que el superávit de los países exportadores de petróleo le proveía abundante liquidez.

La globalización financiera es un proceso histórico en dos dimensiones. En una, la globalización está representada por el creciente volumen de transacciones financieras a través de las fronteras. En la otra, por la secuencia de reformas institucionales y legales que se fueron realizando para liberalizar y desregular los movimientos internacionales de capital y los sistemas financieros nacionales.

Los avances cuantitativos y los cambios institucionales y legales se estimularon mutuamente. La competencia en los mercados de capitales desempeñó un importante papel impulsor. El menor costo de los intermediarios internacionales desregulados puso presión para que se redujeran los costos y hubiera menos regulaciones en los ámbitos nacionales. Las nuevas oportunidades que se abrieron en algunos países impulsaron la desregulación de las transacciones entre países (D’Arista, 2002).

La creciente integración financiera involucró e involucra principalmente a los países desarrollados. Sin embargo, es destacable que las mayores economías de América Latina formaran parte del proceso de globalización desde sus etapas iniciales. Brasil primero y más adelante México, Venezuela, Argentina y Chile fueron importantes receptores de capital en el decenio de 1970. Estos dos últimos países, junto con Uruguay, se convirtieron entonces en pioneros de drásticas reformas liberalizantes que anticiparon las que se generalizarían en la década de 1990.

La participación de América Latina en la globalización financiera tuvo una interrupción con la crisis de la deuda en la década de 1980. La crisis impuso un hiato de unos ocho años, en los cuales desapareció el financiamiento voluntario. Luego, en el decenio de 1990, la región se reincorporó vigorosamente al proceso, llevando a cabo drásticas reformas y constituyéndose en receptora de crecientes flujos (y reflujos) de capital. Así como se dice que la moratoria mexicana de 1982 marcó el inicio del período de crisis de la deuda, puede citarse la firma del primer acuerdo en virtud del Plan Brady por parte de México como un hito del comienzo de la etapa más reciente.<sup>1</sup>

### 1. La inserción financiera en la “década perdida”

El primer período de auge de los flujos de capital hacia las economías en desarrollo tuvo un abrupto final con profundas crisis financieras internas y externas en los años 1981 y 1982. Las crisis fueron seguidas por la nacionalización de gran parte de las deudas privadas externas —a través de diferentes mecanismos nacionales— y por el establecimiento de un arreglo institucional bajo el cual la financiación externa de cada país debía ser intermediada por la negociación con los bancos acreedores y el Fondo Monetario Internacional (FMI). Durante este lapso la región operó bajo un régi-

□ Una versión anterior de este artículo sirvió de base para las deliberaciones del Grupo de Trabajo II, en la Segunda Reunión Plenaria del Foro Interparlamentario de las Américas. (Ciudad de Panamá, 20 y 21 de febrero de 2003). El autor agradece la colaboración de Martín Rapetti y las observaciones y sugerencias de un juez anónimo de la *Revista de la CEPAL*.

<sup>1</sup> La reincorporación de América Latina y la incorporación de países asiáticos y ex-socialistas como nuevos mercados emergentes representaron un fuerte aumento en la escala de operaciones del sistema financiero global.

men que se caracterizó por dos hechos estilizados: i) el financiamiento externo estaba racionado y ii) las negociaciones con los acreedores y los organismos financieros multilaterales impusieron generalmente transferencias netas al exterior de magnitud macroeconómica importante. En consecuencia, no cabría decir que en la década de 1980 la región se “desvinculó” del proceso de globalización. Lo que sucedió fue que la región estaba prácticamente imposibilitada de obtener nuevo financiamiento voluntario, pero siguió fuertemente ligada al sistema internacional a través del servicio negociado de las deudas contraídas en el período previo.

Más adelante, a consecuencia de su temprana inserción en la globalización financiera y del desastre económico a que eso condujo, varias economías de la región, particularmente las de mayor tamaño, entraron al nuevo período de auge financiero de los años noventa con la herencia de una importante deuda externa.

## 2. Hechos e ideas en la década de 1990

Luego de su reinserción a principios del decenio de 1990, la región experimentó un período de auge de los flujos de capital que finalizó abruptamente con la crisis mexicana. Al período de retracción, que fue corto, siguió un nuevo auge, esta vez con un mayor peso de la inversión extranjera directa (IED). Este comportamiento cíclico parece haberse extinguido con la crisis asiática, como se verá más adelante.

En el primero de esos auges predominaba la idea de que se estaba en los momentos iniciales de un largo período de crecimiento de la afluencia de capital hacia los mercados emergentes, manifestación de una continua profundización financiera en el plano internacional. Tal era el diagnóstico básico en los organismos multilaterales y en los gobiernos de la región. Esta visión era compartida en general por los inversores y los intermediarios internacionales. Se pensaba que el proceso tendería sin interrupciones a la integración completa de los mercados emergentes en un mercado global. La posibilidad de crisis era simplemente descartada. Menos consideración aún merecía la posibilidad de movimientos de manada como los que se verificaron posteriormente.

La extensión y magnitud del primer auge de la década de 1990 estuvo relacionada con esa subestimación de los riesgos por parte de los inversores, que contribuyó a alimentar la intensidad de los flujos de capital a manera de profecía autocumplida. La crisis mexicana y sus repercusiones revelaron los riesgos y

mostraron la volatilidad. Pero también señalaron la posibilidad y eficacia de una intervención internacional de magnitud inédita, que posibilitó una rápida recuperación de la confianza de los mercados financieros y el cumplimiento de todos los compromisos financieros de México y otros países afectados por el contagio, principalmente Argentina. Esto definió el clima para un nuevo auge, que se extendió hasta el momento de la crisis asiática.

## 3. Después de las crisis de Asia, Rusia y Brasil

Superadas las crisis asiática, rusa y brasileña, tendió a establecerse la idea de que el proceso de integración financiera internacional transcurre en forma cíclica (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1996; FMI, 1997), de modo que debía esperarse una nueva fase de auge. Tal era la convicción, por ejemplo, de las autoridades económicas que asumieron en Argentina a fines de 1999. Esta perspectiva optimista se veía estimulada por el carácter relativamente benigno que había tenido la crisis de Brasil y por la eficacia de la intervención de los organismos internacionales para evitar la moratoria de pagos en la mayoría de los casos.

Sin embargo, otros hechos señalaban que el proceso había tomado un curso novedoso. Por un lado, las entradas netas de capital no se incrementaron respecto de los mínimos alcanzados en 1998. Por otro lado, la prima de riesgo de algunos países con suficiente peso como para afectar significativamente el riesgo medio de las economías emergentes —y también la de algunos países con menor volumen de deuda— se mantuvo sistemáticamente alta, por arriba de un piso que duplicaba los valores de las primas de los períodos de auge. También mostró aspectos novedosos la dinámica de los precios de los activos de los países. Las primas de riesgo y los movimientos privados de capital oscilaron al ritmo de nuevas formas de contagio, que se agregaron a los contagios provenientes de crisis nacionales. Pueden mencionarse, por ejemplo, los efectos del aumento del precio del petróleo y los efectos del derrumbe del NASDAQ, en los años 2000 y 2001.

La retracción de los flujos desde 1998 y las novedades en su dinámica se presentaron asociados con otros cambios importantes en el contexto vigente en el decenio de 1990. Los cambios coincidieron con el fin del largo período de expansión de la economía de los Estados Unidos y, por lo tanto, con el fin de las expectativas de un proceso de crecimiento continuo, sin episodios recesivos. Esas expectativas habían sido racionalizadas como resultado de las innovaciones que, se suponía,

habría introducido la “nueva economía” en la dinámica macroeconómica de los Estados Unidos.

Cabe señalar también la coincidencia con el estallido de la burbuja de los precios de las acciones tecnológicas en los Estados Unidos y su importante efecto riqueza negativo. La burbuja se desarrolló en paralelo con el auge de los mercados emergentes, constituyendo ambos tipos de activos, en su momento, el conjunto de nuevas oportunidades de inversión de alta rentabilidad. A los efectos negativos sobre la demanda de activos de los mercados emergentes que resultaron de la revisión de las expectativas de ingreso y de las pérdidas ocasionadas por la caída de las acciones de la “nueva economía”, se agregaron los efectos de una mayor incertidumbre.

Por el lado de la oferta de activos, los papeles de los mercados emergentes regionales tampoco lucían a fines de la década de 1990 como al principio de ella. El sector externo de los países, y con ello la capacidad de pago de las obligaciones externas, fue cambiando a lo largo de la década, en buena medida como efecto del propio proceso de globalización. La inserción internacional de las economías se fue modificando. La contrapartida de los flujos netos de capital fue el crecimiento de la proporción de capital extranjero y el crecimiento

de las deudas internacionales pública y privada. Esto se refleja en la cuenta corriente del balance de pagos como un continuo crecimiento de las rentas de los factores externos. En algunos casos significativos, el crecimiento de las rentas del capital no se ha visto contrapesado con el crecimiento de las exportaciones netas, dando lugar a déficit estructurales de la cuenta corriente. Una parte importante de los problemas que enfrentan esos países resulta precisamente de tal discordancia entre las inserciones financiera y comercial.

A fines del decenio de 1990, los países altamente endeudados planteaban necesidades de recursos para refinanciar sus deudas y cubrir déficit en cuenta corriente, determinados principalmente por los servicios del capital (intereses y utilidades). El déficit de balance comercial perdió importancia relativa frente al creciente déficit en las cuentas de servicios financieros y factoriales. Aunque esta situación no era uniforme en la región, en 2001 estaban involucrados en ella países como Argentina y Brasil, que representan una alta proporción de la deuda de los países emergentes y de América Latina. A fines de 2002, Argentina se encontraba en situación de incumplimiento de obligaciones de pago (*default*) y Brasil tenía cerrado el mercado para nuevas colocaciones.<sup>2</sup>

## II

### Las crisis externas

#### 1. Las crisis de la etapa reciente

En la etapa que se inició en el decenio de 1990 varios países latinoamericanos han experimentado crisis financieras internas y externas con dramáticos efectos reales. Las crisis acarrear generalmente altos costos económicos y sociales y retrocesos en el crecimiento. El contagio regional es otro efecto destacable. La crisis en un país tiene repercusiones adversas sobre el precio del financiamiento y los flujos de capital de otros países. Este fenómeno tuvo su primera manifestación ostensible con la crisis mexicana de 1994-1995. El “efecto tequila” impactó en la región y en otros mercados emergentes y fue un detonador de la crisis argentina de 1995. Los efectos de contagio se hicieron más amplios a partir de 1997. La crisis asiática de 1997-1998 y la crisis rusa de 1998 tuvieron repercusiones universales y el contagio no sólo afectó a Bra-

sil y Argentina, sino que también a países latinoamericanos en situaciones relativamente más robustas (French-Davis, 2001).

Las crisis de México (1994-1995), Argentina (1995), Brasil (1998-1999) y nuevamente Argentina (2001-2002) estallaron en los países que habían recibido los mayores flujos de capital en las fases de auge previas. Estos países son a la vez las economías latinoamericanas de mayor tamaño y los mayores “mercados emergentes” constituidos en la región.

Basta un examen somero de los casos mencionados para destacar ciertos rasgos comunes de los contextos institucionales y de política económica en que se presentaron las crisis: i) el tipo de cambio nominal era

<sup>2</sup> En abril de 2003, el mercado de bonos brasileños volvió a abrirse. El gobierno emitió nueva deuda por mil millones de dólares a una tasa de 10,7%.

fijo o cuasi fijo; ii) el tipo de cambio real estaba apreciado; iii) prácticamente no existían barreras al libre movimiento del capital; iv) las entradas de capital del período de auge previo eran de gran magnitud como proporción de los mercados nacionales de dinero y capitales preexistentes; v) la regulación de los sistemas financieros nacionales en la etapa de auge era débil y permisiva.<sup>3</sup>

Análisis más pormenorizados de las experiencias mencionadas muestran en todas ellas, además de las características mencionadas, una dinámica macroeconómica de ciclo, con una fase inicial expansiva, seguida de un período de estancamiento o recesión, una creciente fragilidad financiera interna y externa y, finalmente, la crisis financiera y cambiaria. La economía argentina experimentó el ciclo dos veces en la década, porque el régimen de convertibilidad sobrevivió a la crisis del efecto tequila en 1995. Después de ese año la economía argentina experimentó otra breve fase expansiva, respaldada por un nuevo incremento del ingreso de capitales que se extendió hasta la crisis asiática. El punto de inflexión de este segundo ciclo se alcanzó en 1998.

Los contextos institucionales y de política macroeconómica cuyas características enumeramos arriba se configuraron por la aplicación de programas que combinaron reformas tales como la apertura comercial y la apertura y liberalización de la cuenta de capital —junto con privatizaciones, reformas fiscales y medidas desregulatorias en otros mercados— con políticas macroeconómicas antiinflacionarias en las que el tipo de cambio fijo o cuasi fijo desempeñaba un papel crucial. México puso en práctica un programa de este tipo en 1988, Argentina en 1991 y Brasil en 1994.

## 2. Los experimentos del Cono Sur

Fue mencionado arriba que algunas de las tempranas experiencias regionales de inserción financiera internacional de la década de 1970 —las de Argentina y Chile— anticiparon los modelos que se generalizarían en el decenio de 1990. Los llamados “experimentos de

liberalización del Cono Sur” combinaron drásticas reformas financieras y comerciales con esquemas macroeconómicos de tipo de cambio prefijado y política monetaria pasiva. Las reformas involucraron la apertura y desregulación de los flujos de capital, la liberalización del mercado financiero local y la apertura comercial. La prefijación del tipo de cambio (“las tablitas”) estaba orientada a reducir la inflación. Estas experiencias de política resultaron en procesos de apertura y desregulación financiera y comercial que se desarrollaron en situaciones de oferta abundante de fondos externos y condiciones de tipo de cambio fijo y apreciado (Fanelli y Frenkel, 1993; Frenkel, 2002).

En esas experiencias de la década de 1970 se encuentra la misma conjunción de condiciones locales y auge de los flujos de capital que se observa en los casos críticos del decenio de 1990. Además, los procesos a que dieron lugar los experimentos del Cono Sur son similares a los que posteriormente condujeron a las crisis de México, Brasil y Argentina en la etapa reciente. Aunque la duración de las experiencias de la década de 1970 fue menor que la de los casos recientes, la dinámica macroeconómica muestra el mismo ciclo de auge, retracción y crisis.

Chile primero, y poco después Argentina iniciaron sus nuevos programas cambiarios en 1978. Hacia fines de 1979, cuando la política monetaria de Estados Unidos elevó la tasa de interés, Argentina y Chile ya mostraban grandes deudas externas e importantes déficit de cuenta corriente. De ese momento en adelante las incrementadas tasas internacionales de interés contribuyeron adicionalmente a la fragilidad externa. Las crisis estallaron poco tiempo después. El régimen cambiario colapsó en Argentina a principios de 1981 y en Chile en 1982. Los mercados financieros externos se cerraron para ambas economías en este último año y en ambos casos fueron instrumentados rescates masivos de los sistemas financieros locales con alto costo fiscal. Ambas economías entraron en profundas recesiones.

El aumento de la tasa de interés internacional a fines de 1979 desempeñó un papel acelerador. Sin embargo, las experiencias evidencian un ciclo endógeno, con un punto de inflexión y una posterior fase de contracción que emergen independientemente de la evolución de la tasa de interés internacional. Este ciclo, como en los casos más recientes, involucra el sistema financiero interno, la evolución de las cuentas externas y las reservas y el crecimiento de la deuda.

Hay varias razones que justifican traer a discusión las experiencias del Cono Sur. Ni el déficit fiscal ni la

<sup>3</sup> La regulación del sistema se reformó y fortaleció en Argentina después de la crisis de 1995, de modo que la regulación fue más robusta en la fase de auge de ingresos de capitales de 1996-1997. Sin embargo, en Argentina existía un riesgo cambiario sistémico por la dolarización parcial del sistema financiero interno. Mientras los bancos tenían calzados sus activos y pasivos locales en dólares y no aparentaban enfrentar riesgo cambiario individualmente, buena parte del crédito en dólares era adeudado por agentes con ingresos en pesos provenientes de actividades no transables.

existencia de garantías públicas sobre los depósitos bancarios —elemento potencialmente generador de riesgo moral (*moral hazard*)— tuvieron roles significativos en las crisis. Ambos rasgos estaban presentes en Argentina, pero Chile tenía superávit fiscal y la garantía de los depósitos había sido eliminada con el explícito propósito de hacer más eficiente y menos riesgoso el sistema financiero.

El FMI dio fuerte apoyo a esas experiencias de política. En 1980 y 1981, cuando las cuentas externas de Chile exhibían grandes déficit de cuenta corriente, el FMI sostuvo que esa situación no debía preocupar mientras no tuviera el déficit fiscal como contraparte —como no lo tenía en Chile entonces.<sup>4</sup> El mismo diagnóstico sostuvo más adelante el FMI con respecto a la situación de México en 1994.<sup>5</sup> En ambas oportunidades el fundamento del diagnóstico fue que la conducta racional del sector privado garantizaba la asignación eficiente de los recursos tomados en préstamo del exterior y también su pago.

La crisis de los experimentos del Cono Sur causó un impacto intelectual de importancia. El caso de Chile fue particularmente impactante porque contaba con todos los ingredientes que debían garantizar su éxito y estabilidad, de acuerdo con la teoría en boga que fundamentaba las políticas. Los experimentos estaban fundados en una versión del moderno “enfoque monetario del balance de pagos”, la visión nacida en la Universidad de Chicago al calor del reciente restablecimiento de un mercado mundial de capitales.

Los trabajos y debates alrededor de las experiencias del Cono Sur dieron lugar a un cuerpo de literatura económica: la llamada “*sequencing literature*” (Fanelli y Frenkel, 1993). La conclusión principal de esta literatura es que las crisis resultaron de una inadecuada secuencia de las reformas. Básicamente, que las crisis fueron causadas por la prematura adopción de la apertura financiera. Su consecuente recomendación de política es que los mercados de capitales deben abrirse solamente después que la economía se encuentre estabilizada, abierta al comercio internacional y con un sistema financiero robusto, es decir, tras aplicar una secuencia de políticas —las que más tarde configurarían el núcleo del Consenso de Washington— y solamente después que se hagan sentir plenamente los efectos esperados de las primeras reformas.

<sup>4</sup> Véase, por ejemplo, Robichek (1981), citado en Díaz Alejandro (1985).

<sup>5</sup> Michael Camdessus sostuvo una posición semejante con relación a México, en una visita a ese país en 1994.

Estas observaciones ponen en evidencia que en la primera mitad de la década de 1990, cuando se experimentaba un nuevo auge de los flujos de capital, no faltaba experiencia histórica, ni trabajo analítico, ni recomendaciones de política que sirvieran de antecedentes para examinar los procesos que se estaban desarrollando entonces en México y Argentina. Los experimentos del Cono Sur habían tenido lugar apenas una década atrás y habían sido profusamente analizados. Sin embargo, la memoria de estos casos y las lecciones extraídas de ellos no apareció en el FMI, ni en el trabajo de los analistas de los mercados, ni en gran parte de la producción académica. Es aún más llamativo que olvidaran las experiencias del Cono Sur y la *sequencing literature* algunos de quienes participaron activamente en ese debate y contribuyeron a la literatura, para más tarde ocupar posiciones relevantes en la nueva etapa, como Anne Krueger, actual Director Gerente del FMI (Krueger, 1986), y Sebastián Edwards, ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial (Edwards, 1986).<sup>6</sup> Tal fue la pérdida de memoria respecto de las crisis que, según la interpretación convencional que se asentó después de la crisis de México, ésta habría sido tan sorprendente como un relámpago en un día soleado.

### 3. La dinámica cíclica que conduce a la crisis<sup>7</sup>

El punto de partida del ciclo que caracteriza los casos de la década de 1970 y 1990 es la conjunción de los programas locales con un momento de auge de los flujos de capital hacia los mercados emergentes. Es precisamente la abundancia de financiamiento internacional a bajo precio lo que hace viables *ex ante* los paquetes de políticas.

El lanzamiento de los programas es seguido de masivos ingresos de capital, una primera fase de acumulación de reservas y elevadas tasas de crecimiento

<sup>6</sup> Llamamos la atención sobre el “olvido” del tema de la secuencia de las reformas en los escritos que reflejan la corriente económica predominante. Quizá menos llamativo (porque es un hecho más frecuente) es la total ignorancia de los trabajos publicados en los países del Cono Sur y por analistas menos convencionales, como Frenkel (1980, 1983a y 1983b) y Damill y Frenkel (1987) en Argentina, y Arellano (1983), Ffrench-Davis y Arellano (1983) y Díaz Alejandro (1985) en Chile.

<sup>7</sup> Esta narración se funda en un modelo inspirado en las experiencias de Argentina y Chile que se encuentra en Frenkel (1983a). El modelo fue sintetizado y presentado en inglés en Williamson (1983) y Taylor (1991). Fue aplicado también a la explicación de las crisis del decenio de 1990 en Taylor (1998), Eatwell y Taylor (2000) y Frenkel (2002).

de la moneda y el crédito. Hay una fuerte expansión de la demanda interna y burbujas de aumentos de precios de activos reales y financieros, como tierra, inmuebles y acciones. Los efectos sobre los precios de los activos y sobre las cantidades de moneda y crédito son muy importantes, porque los flujos de capital son grandes en relación con los mercados locales. Los sistemas financieros y los mercados de capital locales son relativamente pequeños y poco diversificados. La gama de activos es limitada y el grado de bancarización reducido. El sistema financiero local, que antes administraba pocos recursos, no está preparado para asignar eficientemente una masa de crédito que se multiplica. Por la misma razón, es reducida la capacidad de supervisión de las autoridades en un sistema que se expande rápidamente, tanto en volumen como en número de intermediarios. Con un tipo de cambio nominal fijo o cuasi fijo que goza inicialmente de gran credibilidad, la inversión en activos locales tiene alta rentabilidad en dólares. Hay fuertes incentivos a la adopción de posiciones en activos locales financiadas con endeudamiento en moneda internacional.

El tipo de cambio real está ya apreciado o tiende a apreciarse en la fase expansiva porque la inflación resulta mayor que la suma de las tasas de devaluación prefijadas (cero en los casos de tipo de cambio fijo) más la inflación internacional. La presión de la rápida expansión de la demanda sobre los sectores no transables contribuye a la apreciación.

Como consecuencia de la apreciación cambiaria, la apertura comercial y la expansión de la demanda interna, las importaciones aumentan con rapidez y se amplía el déficit comercial. Asimismo, el déficit de cuenta corriente tiende a aumentar, más lentamente al principio y más rápidamente en adelante, a medida que se va acumulando deuda externa y aumenta el acervo de capital extranjero invertido en la economía. Los precios relativos sesgan la inversión real hacia los sectores no transables. En consecuencia, en el balance en cuenta corriente las crecientes rentabilidades en moneda internacional de la IED no tienen contrapartida de aumento de exportaciones.

La evolución de las cuentas externas y las reservas definen un aspecto del ciclo. Hay un continuo aumento del déficit en cuenta corriente, mientras que los flujos de capital pueden sufrir cambios abruptos. En cierto momento el déficit de cuenta corriente es mayor que los ingresos de capital. Las reservas alcanzan entonces un máximo y luego se contraen, induciendo la contracción del dinero y el crédito. Sin embargo, el ciclo no está determinado exclusivamente por

este elemento mecánico: la magnitud de los flujos de capital no es un dato exógeno. Las decisiones de cartera de los agentes locales y externos con relación a la proporción de activos locales —la porción de la cartera del agente expuesta al riesgo del país o al riesgo cambiario— son afectadas por la evolución del balance de pagos y las finanzas.

La tasa de interés interna refleja los aspectos financieros del ciclo. Tiende a reducirse en la primera fase y aumenta en la segunda. Como la política cambiaria goza inicialmente de gran credibilidad, el arbitraje entre activos financieros y créditos locales y externos induce la reducción de la tasa en la primera fase. Tasas de interés bajas contribuyen a la expansión real y financiera. En este contexto se incrementa significativamente la fragilidad financiera.<sup>8</sup> En la segunda fase aumenta la tasa de interés y emergen episodios de iliquidez e insolvencia, primero como casos aislados y luego como crisis sistémica. ¿Cómo se explica el aumento de las tasas nominales y reales de interés?

Puesto que el mercado financiero está abierto en ambas direcciones hay arbitraje entre activos locales y externos, como se mencionó. La tasa de interés en moneda local puede expresarse como la suma de la tasa internacional en dólares que confronta el país más la tasa de devaluación pautada por la regla cambiaria (cero en los casos de tipo de cambio fijo), más un residuo que responde por el riesgo cambiario y el riesgo financiero local. A su vez, la tasa internacional que confronta el país puede descomponerse en dos términos: la tasa de interés que paga el gobierno de los Estados Unidos —esta es la tasa base del mercado financiero internacional— más un residuo que compensa el riesgo de la deuda local emitida en dólares. Salvo para algunos instrumentos de deuda excepcionales, el piso de esta compensación es la prima que pagan los bonos de deuda en dólares del gobierno local, la llamada prima de riesgo país.

La suma de la prima de riesgo cambiario más la prima de riesgo país —el precio agregado del riesgo de devaluación y el riesgo de incumplimiento de obligaciones de pago— es la principal variable de cuyo aumento resulta la tendencia ascendente de la tasa de interés local. El persistente aumento del déficit en cuenta corriente —y a partir de cierto punto la tendencia contractiva de las reservas— reduce la credibilidad de la regla cambiaria, por un lado, mientras que, por el otro, se incrementa la probabilidad de que la deuda

<sup>8</sup> En el sentido que le da Minsky (1975).

emitida no sea pagada en tiempo y forma. El sostenimiento de la regla cambiaria y el servicio regular de las obligaciones externas requieren crecientes entradas de capital. Por lo tanto, los precios de los riesgos tienden a aumentar. Se precisan altas primas de riesgo, y consecuentemente altas tasas de interés, para equilibrar las carteras y atraer capital del exterior. La actividad económica se contrae y episodios de iliquidez e insolvencia contribuyen adicionalmente a reducir la credibilidad de la regla cambiaria. Esta dinámica probó ser explosiva en los casos examinados. Al final del proceso no hay tasas de interés suficientemente altas como para sostener la demanda de activos financieros locales. Hay corridas contra las reservas del Banco Central, que conducen finalmente al colapso del régimen cambiario. En los casos del decenio de 1990, el mercado se cierra generalmente para nuevas colocaciones cuando la prima de riesgo país alcanza cierto nivel.

Los pesos relativos de la prima de riesgo cambiario y de la prima de riesgo país han sido distintos en las experiencias de las décadas de 1970 y de 1990. La diferencia está asociada con las distintas formas que asume el financiamiento externo en uno y otro momento. En la década de 1970 el financiamiento provenía principalmente de créditos de bancos internacionales. La prima de riesgo país era entonces la sobretasa por encima de la tasa de primera línea internacional cargada por bancos en sus créditos al país. El mercado secundario de deudas era insignificante. En ese contexto, en los casos de Argentina y Chile en esos años la prima de riesgo cambiario fue el principal determinante del aumento de la tasa de interés en la segunda fase del ciclo, mientras que la sobretasa de los bancos acreedores desempeñó un papel poco significativo. Esto puede explicarse por la conducta de los bancos. Cada banco que tiene ya colocada una porción de su cartera en activos del país, tiene interés en preservar la calidad de esa cartera y la capacidad de pago del deudor. La consideración de la cartera hundida influye en las decisiones acerca de los montos y el precio de los nuevos créditos.

En cambio, en el decenio de 1990 la forma principal de financiamiento es la colocación de bonos y otros instrumentos de deuda en un mercado primario constituido por muchos y diversos actores. Los papeles de deuda emitidos se transan cotidianamente en un activo mercado secundario. La prima de riesgo país resulta de la cotización continua de los papeles en ese mercado. En los casos de esos años, el aumento de la prima de riesgo país —resultante de la caída del precio de los papeles de deuda del país en el mercado

secundario global— es el principal motor del aumento de las tasas de interés en la fase contractiva del ciclo. El mercado de deudas de la etapa reciente de la globalización es más volátil que el mercado de créditos de la década de 1970. Está más sujeto a contagios y movimientos de manada.

#### 4. El déficit fiscal y la deuda pública

El análisis de la evolución de las economías presentado arriba destaca ciertos hechos estilizados presentes en todos los procesos que condujeron a las crisis examinadas. La descripción de los hechos estilizados se enfoca en la articulación entre las finanzas y la economía real del país con el sistema financiero internacional. Hay retroalimentación positiva en la fase de auge y negativa en la fase de contracción. Puede observarse que en la descripción de la economía local no se analizan por separado el sector privado y el sector público. El déficit fiscal financiado con capitales externos está tácitamente embutido entre los destinos locales de los ingresos de capitales y consolidado con el déficit privado. La deuda externa del sector público es una parte de la deuda externa total del país y su evolución no se analiza por separado.

La explicación de esta perspectiva es simple: la sostenibilidad fiscal no desempeñó un papel destacable en la generación de las crisis de Chile (1982), México (1994-1995), Argentina (1995) y Brasil (1998-1999), así como tampoco en las crisis asiáticas de 1997-1998.<sup>9</sup>

Ahora bien, una deuda pública en rápido crecimiento que acabe siendo considerada insostenible por el mercado que la ha venido financiando, **puede**, obviamente, ser el antecedente y el detonador de una crisis. Por otro lado, hubo déficit fiscal y deuda pública significativos en las crisis de Argentina de 1981-1982 y de 2001-2002 y se ha argumentado con frecuencia que ellas se explican por estas circunstancias.

<sup>9</sup> Si el sector público tiene algún déficit que financiar y alguna deuda emitida, el aumento de la tasa de interés de la fase contractiva tiende a incrementar los déficit y a acelerar el aumento de las deudas, tanto del sector público como del sector privado. En los momentos cercanos a las crisis la administración de la deuda pública generó dificultades en México y Brasil. Pero éste no es el punto. Lo que importa es el mecanismo determinante del aumento de los riesgos y la tasa de interés. Esto es, si la fuente de incertidumbre original se encuentra en la dinámica de las cuentas y necesidades de financiamiento públicas o se encuentra en la dinámica de las cuentas y necesidades de financiamiento externas. En Brasil y México no fueron los problemas fiscales los que indujeron la segunda fase del ciclo.



El origen de la crisis argentina de 1981-1982 no se encuentra en las cuentas fiscales. En este caso sólo la mitad de la deuda externa era pública antes de la crisis y el régimen militar no parecía enfrentar mayores dificultades para ajustar las finanzas públicas. El déficit fiscal y su financiación externa resultaron de decisiones gubernamentales que no plantearon problemas particulares. La política fue ampliamente avalada por los asesores enrolados en el “enfoque monetario del balance pagos”, que sostenían entonces que la política monetaria —y solamente la política monetaria— era el instrumento determinante del resultado del balance de pagos y el nivel de reservas. Mientras se mantuviera disciplina y control sobre el crédito interno —se decía— el financiamiento del déficit público no generaría problemas. Además, no fue la conducta de los bancos acreedores del sector público la que indujo la crisis, por haber restringido su oferta de financiamiento o elevado su precio. Los bancos internacionales continuaron proveyendo financiamiento al sector público, con baja sobretasa, hasta los últimos momentos de vigencia del régimen cambiario. Tanto en el caso argentino como en el paralelo caso de Chile, la crisis financiera interna comenzó a manifestarse al menos un año antes del colapso del régimen cambiario.

El caso de la crisis argentina de 2001-2002 es diferente. En esta ocasión la deuda pública fue el principal componente de la deuda externa del país. El análisis del caso encuentra la dinámica macroeconómica de ciclo que se ha descrito arriba, pero ésta se superpone con un déficit fiscal y un continuo crecimiento de la deuda pública, financiada en buena parte con recursos externos. Esto no ocurrió en el primer ciclo —el de 1991-1995—, sino en el segundo ciclo, el que se inicia en 1996, después de la crisis detonada por el efecto tequila.

La emergencia del déficit fiscal se originó en el sistema de seguridad social. Por un lado, con la reforma instrumentada a fines de 1994, que trasladó al sector financiero privado<sup>10</sup> buena parte de los ingresos del sistema, mientras se mantenía el gasto público en pagos de jubilaciones y pensiones. Por otro lado, el gobierno dispuso la reducción de las contribuciones patronales, en un intento de mejorar la competitividad debilitada por la apreciación cambiaria. De todas maneras, en la segunda mitad de la década de 1990 el principal componente incremental del gasto corriente público fueron los propios intereses de la deuda públi-

ca. El aumento de la tasa de interés característico de la fase contractiva del ciclo incidió directamente sobre el crecimiento de la deuda pública, contribuyendo a una dinámica perversa de mayor deuda y mayor riesgo (Damill y Frenkel (2003).

El análisis de sostenibilidad de un inversor detecta en este caso múltiples fuentes de incertidumbre. Por un lado, se verifica la dinámica macroeconómica común a los procesos que desembocan en crisis: el déficit de cuenta corriente y la deuda externa aumentan, hay creciente necesidad de entrada de capitales y se incrementa la fragilidad financiera externa de la economía como un todo. Por otro lado, en paralelo con ese proceso, se verifica el aumento de la deuda pública y las crecientes necesidades de financiamiento del sector público.

La tendencia al aumento de la prima de riesgo país y de la tasa de interés puede asociarse con la situación de las cuentas externas del país o con la evolución de las finanzas públicas. O con ambas, como de hecho lo hicieron los informes de los analistas de los fondos de inversión y las agencias calificadoras de riesgo.

Sin embargo, aun cuando las dudas asociadas a la sostenibilidad de la deuda pública hayan pesado significativamente en las evaluaciones de riesgo de los inversores, esto no debería ocultar las fuentes originales del déficit y la deuda del sector público. La principal causa no fue una política fiscal dispendiosa, sino el efecto combinado de la fragilidad externa y el contagio de las crisis de Asia, Rusia y Brasil. El segundo ciclo del régimen de convertibilidad y la crisis argentina reciente no constituyen un caso excepcional. En su explicación, el principio de la navaja de Occam acerca de la economía de los supuestos sugiere privilegiar los hechos estilizados que comparte con las otras crisis consideradas.

El FMI y algunos analistas —en forma destacada Michael Mussa, ex Economista Jefe del FMI—<sup>11</sup> son enfáticos en atribuir la crisis al déficit fiscal y a la dinámica de la deuda pública, sin prestar atención a sus orígenes. Hay una sugerencia implícita de que la experiencia hubiera sido sostenible y la crisis no hubiera ocurrido si la política fiscal hubiese sido diferente.

Reconocer que el crecimiento de la deuda pública es un resultado en buena medida endógeno del propio aumento de la prima de riesgo país colocaría al FMI en una posición incómoda y lo obligaría a una autocrítica. En la primera mitad del decenio de 1990, la institución

<sup>10</sup> A las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

<sup>11</sup> Véase Mussa (2002).

apoyó intelectualmente y con recursos las políticas de tipo de cambio fijo y apreciado, incluyendo el régimen de convertibilidad adoptado por Argentina en 1991. Más tarde, cuando la crisis de México hizo ostensibles las falencias de esas políticas cambiarias, el FMI cambió su diagnóstico. La nueva orientación reconoció la volatilidad de los flujos de capital y pasó a recomendar políticas de cambio flotante. Pero reservó una calificación favorable para las políticas de tipo de cambio fijo de gran rigidez institucional y legal —como los sistemas de junta monetaria (*currency board*) o la dolarización. Esta categoría pasó a ser una de las “soluciones de esquina” aceptadas por la nueva ortodoxia (Fischer, 2001). El paraguas de la nueva ortodoxia alcanzaba para cubrir el régimen de convertibilidad argentino.

El compromiso del FMI con el régimen de convertibilidad tuvo su máxima expresión en el financiamiento de emergencia acordado a Argentina a fines de 2000. Las condiciones no incluían cambio significativo alguno del esquema de política. El apoyo estaba claramente dirigido a extender la supervivencia del régimen, cuando había claras indicaciones de que éste

era insostenible. Los recursos multilaterales terminaron financiando el pago de los servicios de la deuda y la fuga de capitales. El FMI acordó un desembolso en agosto de 2001, cuando las autoridades argentinas prácticamente en soledad parecían creer que todavía era posible sostener el régimen.

Es comprensible que el FMI prefiera no recordar esa historia. El diagnóstico que atribuye los problemas y la crisis de Argentina exclusivamente a las variables fiscales es conveniente, porque descarga al FMI de toda responsabilidad en los acontecimientos y sus desastrosas consecuencias —incluyendo entre éstas no solamente las que cayeron sobre la población, sino también las pérdidas de capital de los inversores externos. Menos comprensible es que posteriormente el FMI haya rehusado por largo tiempo dar un apoyo mínimo —la refinanciación de los vencimientos del capital adeudado al organismo— a políticas que intentan administrar las consecuencias de la crisis a la que condujeron las políticas que la institución apoyó antes. Paradójicamente, funcionarios del FMI justificaban esa reticencia con oscuras referencias a “los errores que hemos cometido con Argentina en el pasado”.

### III

## La diversidad de experiencias regionales y las “medidas de prevención de crisis”

### 1. Las experiencias regionales

En la sección II se presentó una descripción sucinta de la globalización financiera de la región en el decenio de 1990. Una mirada más cercana a los caminos seguidos por los países de la región que se constituyeron en mercados emergentes advierte significativas diferencias con relación a la naturaleza de las medidas de apertura y liberalización del mercado de capital, por un lado, y al volumen y composición de los flujos de capital, por otro. Aunque fueron participantes del mismo proceso, los países han seguido distintas trayectorias de integración financiera internacional.

Estas diferentes trayectorias son un aspecto definitorio del modelo de crecimiento de cada país. Las trayectorias son procesos históricos en los cuales va modificándose la inserción económica internacional del país, a través de cambios en su comercio internacio-

nal y de la acumulación de deuda externa e inversión extranjera directa. Esto se refleja en cambios en la estructura del balance de pagos. Sobre cada trayectoria influyen las condiciones vigentes en cada momento, que dependen de las políticas, incentivos y precios relativos de ese momento, pero también de la historia previa. La variable que caracteriza de manera más evidente esta propiedad de las trayectorias de integración es el acervo de deuda externa, en su relación con ciertos flujos, como el producto y las exportaciones.

Las trayectorias que condujeron a altas deudas y mayor vulnerabilidad se corresponden con contextos de desregulación completa de la cuenta de capital, apreciación del tipo de cambio y un rol pasivo de la política monetaria. Son los casos en los cuales la política económica fue orientada hacia la integración completa con el sistema financiero internacional y en los que los flujos de capital constituían un ingrediente esencial

del esquema de política. El tipo de cambio nominal fijo y la desregulación completa de la cuenta de capital implicaban la pasividad de la política monetaria. Argentina a lo largo de toda la década, Brasil desde 1994 y México hasta 1995 son ejemplos de estas trayectorias de mayor vulnerabilidad.

Hubo, por otro lado, trayectorias de integración más robustas. Se corresponden con políticas económicas enfocadas en el crecimiento y la estabilidad de precios, que otorgaban un papel importante al tipo de cambio real competitivo y, en consecuencia, incluían el tipo de cambio real entre sus objetivos de política. Son los casos de Chile y Colombia en la primera mitad de la década de 1990. Estos países adoptaron regímenes cambiarios de bandas móviles, regularon los flujos de capital imponiendo tasas diferenciales por tipo de flujo —lo que requería mantener algún control del mercado de cambios— e instrumentaron políticas de esterilización. Estos paquetes de política no cumplieron a la perfección todos sus objetivos, pero resultaron en trayectorias más robustas que las de los casos precedentes.

La mención de las condiciones que regían en los países de la región antes del auge de los flujos de capital hace más comprensibles esas diferencias entre las orientaciones de política. En los casos de México, Argentina y Brasil, el objetivo principal de las políticas era poner fin a un largo período de muy altas tasas de inflación y de estancamiento. La baja de la tasa de inflación y el aumento de la demanda y la actividad que caracterizan la primera fase del ingreso de capitales resultaban una bendición en esos casos. En cambio, Chile y Colombia venían creciendo a buen ritmo desde mediados del decenio de 1980 y arribaron al auge de flujos de capital con tasas de inflación comparativamente reducidas —del orden del 30% anual. Es comprensible que estos países procuraran defender la estabilidad de sus precios relativos y evitar las perturbaciones causadas por una gran inyección de fondos externos (Damill, Fanelli y otros, 1993; Frenkel, 1995).

El análisis comparado de estas experiencias latinoamericanas, junto a lecciones negativas y positivas derivadas de otras experiencias, ha permitido destilar un conjunto de recomendaciones de políticas nacionales orientadas a prevenir las crisis.

## 2. Las “medidas de prevención de crisis”

En primer lugar, hay consenso acerca de la importancia que revisten las regulaciones prudenciales. Sin em-

bargo, los criterios convencionales de regulación son en buena medida procíclicos. En consecuencia, la regulación prudencial no debería considerar exclusivamente los riesgos microeconómicos, sino también los riesgos macroeconómicos y sistémicos, como los derivados del descalce de monedas y la acumulación de deudas de corto plazo en moneda extranjera (Ocampo, 2003). De todas maneras, descargar la total responsabilidad de la regulación prudencial sobre los países receptores les impone pesados costos.

Las experiencias de las crisis no han dejado dudas acerca de la incompatibilidad entre los tipos de cambio fijos y la volatilidad de los flujos de capitales. Esta enseñanza ha sido incorporada por el FMI, como se indicó arriba. Sin embargo, con relación al régimen cambiario, aunque existe consenso alrededor de la flexibilidad, hay un debate abierto sobre las posibilidades y beneficios de la intervención en el mercado de cambios. El FMI aboga por la flotación pura y funda en el ancla de la política monetaria toda la responsabilidad por la estabilidad de los precios y el tipo de cambio. A pesar de eso, la mayor parte de los países adopta de hecho regímenes intermedios, de flexibilidad administrada, que incluyen distintos tipos de intervención de la autoridad monetaria en el mercado de cambios.

El análisis comparado de las trayectorias de integración ha sugerido otras “medidas de prevención de crisis”, enfocadas en la regulación de las entradas de capital en los momentos de auge. Estas regulaciones de la afluencia de capital están basadas en las experiencias de Chile y Colombia en la primera mitad de la década de 1990 y también en las regulaciones mantenidas por algunas economías asiáticas, como Taiwán (Agosin, 2001).

La flexibilidad del tipo de cambio desalienta por sí misma ciertas corrientes de capital de corto plazo, pero la flotación libre en contextos de volatilidad de los flujos de capital puede resultar en una volatilidad intolerable del tipo de cambio nominal y real. La aplicación de controles directos —o la aplicación de encajes sobre las entradas de capital, como hicieron Chile y Colombia— puede contribuir a la estabilidad del mercado cambiario y de la afluencia de capital, así como también a modificar el perfil temporal de los capitales que entran, desalentando los de corto plazo. Más allá de su papel estabilizador de corto plazo, el objetivo de la política regulatoria es suavizar las entradas de capital para aproximar su comportamiento al de un flujo estable y predecible. La CEPAL ha encabezado la promoción de esta perspectiva y orientación de política (CEPAL, 2002).

El FMI se opuso a la regulación de los flujos de capital, aun en el caso de regulaciones prudenciales en los momentos de auge. La institución actuó precisamente en la dirección opuesta, procurando hacer mandatorio para los países miembros la desregulación completa de la cuenta de capital. En este tema, así como respecto del régimen cambiario, el FMI adoptó posiciones extremas, más fundadas en creencias acer-

ca de las virtudes autoestabilizadoras de los mercados que en un balance cuidadoso de la experiencia.

Las “medidas de prevención de crisis” resumen las lecciones que pueden derivarse de la experiencia regional, pero sus recomendaciones son aplicables a momentos de auge de los flujos de capital. La agenda regional y global anota otros asuntos.

## IV

### La integración segmentada y las trampas de financiamiento

#### 1. Las trampas de financiamiento externo<sup>12</sup>

Los países de la región que siguieron las trayectorias conducentes a una mayor vulnerabilidad tendieron a caer en trampas financieras. Argentina en el período 1998-2001 es un claro ejemplo de esta situación. Los países pueden encontrarse en trampas de financiamiento aun en el caso de haber ya experimentado y superado una crisis. Brasil, por ejemplo, corrigió en 1999 las principales características de su esquema previo de política macroeconómica. Pero el cambio no podía modificar la herencia estructural de su trayectoria anterior. Las trampas financieras resultan de dos vínculos principales entre la economía y el mercado financiero internacional. El primer vínculo está determinado por el gran volumen de las necesidades de financiamiento. La refinanciación de los vencimientos de deuda y la financiación de altos déficit estructurales de cuenta corriente se constituyen en la cuestión principal de la relación entre el país y el mercado financiero internacional. Esta es una situación muy vulnerable a los efectos de contagio o a cualquier otra fuente de volatilidad. También es más proclive a profecías autocumplidas. El mercado evalúa esta situación y reacciona imponiendo altas tasas de riesgo país. El país pierde grados de libertad de la política económica.

El segundo vínculo resulta de los efectos sobre las tasas de interés y los precios de los activos financieros. La alta prima de riesgo país hace más costoso el financiamiento externo, contribuyendo a empeorar

adicionalmente los índices de endeudamiento. Por otro lado, la suma de la tasa internacional más la prima de riesgo país determina el piso de la tasa real de interés local. La integración del mercado emergente con el mercado financiero internacional resulta en una integración segmentada, en la cual la tasa de interés local es significativamente más alta que la internacional. Los efectos negativos de las altas tasas de interés sobre el crecimiento y la fragilidad financiera interna y externa fueron examinados arriba con algún detalle. Allí se puso de relieve este punto como elemento de la dinámica que conduce a las crisis. Aquí se hace hincapié en el fenómeno de integración segmentada, más allá de la crisis a que puede dar lugar.

#### 2. La integración segmentada

Las primas de riesgo país persistentemente altas son una consecuencia inesperada de la globalización financiera. Desde sus primeros pasos, los abogados de la globalización han presentado la integración completa entre los sistemas financieros locales y el sistema internacional como el estado final ideal al que convergería el proceso. La integración completa implica un sistema de intermediación global en el cual el rendimiento de los activos del público, por un lado, y el costo del capital para los deudores, por otro, se igualan para transacciones económicamente equivalentes, con independencia de la localización geográfica de ahorristas e inversores.

La integración completa —se argumentaba— debía reducir los costos de intermediación y el costo del capital en los países desarrollados. A medida que la

<sup>12</sup> Véase Frenkel (2003).

situación relativa de los países en desarrollo ofreciera mayores oportunidades de negocios, debía resultar en flujos de inversión y financiamiento que tenderían a cerrar la brecha de desarrollo.

La convergencia del proceso de globalización hacia la integración completa hubiera significado la persistente reducción de las primas de riesgo país. No ha ocurrido así. Por el contrario, la experiencia acumulada después de la crisis asiática sugiere que la globalización ha conformado un sistema de integración segmentada, en el cual el costo del capital es en muchos casos sistemáticamente mayor en las economías de mercado emergentes que en los países desarrollados.

Podría pensarse que bastaría tener equilibrio fiscal y no requerir nuevas colocaciones de títulos públicos para esterilizar los efectos del riesgo soberano. Podría argumentarse —muchos lo hacen— que el problema reside exclusivamente en las finanzas del sector público. No es así. Las finanzas de un país pueden estar equilibradas o arrojar superávit, pero eso no garantiza que su economía disponga de los recursos en moneda extranjera necesarios para atender los servicios y las amortizaciones de la deuda en dólares. Más aún, el gobierno podría contar con los recursos necesarios en moneda extranjera para atender sus propios requerimientos, pero no así el conjunto de la economía, de modo que podría no disponerse de las divisas necesarias para servir la deuda externa privada (Frenkel, 2003). En estas condiciones, las autoridades pueden verse forzadas —o elegir hacerlo— a suspender la convertibilidad de la moneda local —o suspender los pagos al exterior, en el caso de una economía dolarizada— y forzar el incumplimiento de los contratos. La soberanía faculta esta posibilidad. El riesgo soberano se extiende más allá del riesgo de insolvencia fiscal.

Parece difícil encontrar salidas de las trampas de financiamiento o, en el plano más general, establecer un

contexto internacional capaz de evitar la integración segmentada sin un esfuerzo importante de cooperación internacional. La globalización conformó un sistema desprovisto de gran parte de las instituciones que fueron construyéndose a lo largo del tiempo en los sistemas nacionales, para mejorar su funcionamiento y darles estabilidad (Eatwell y Taylor, 2000; Stiglitz, 2002).

Hasta hace un tiempo parecía haberse logrado cierto avance. La magnitud y consecuencias de las crisis asiática y rusa impulsaron en los países centrales algunas acciones orientadas al establecimiento de instituciones internacionales de supervisión, prevención de crisis y atención organizada de éstas. Ganaron algún espacio la idea de corresponsabilidad de deudores y acreedores y la de compartir los costos del ajuste. Sin embargo, luego de un período de retracción de las iniciativas, al calor de cierta complacencia en 1999 y 2000, nuevamente ocupan un lugar preeminente las concepciones contrarias a la intervención pública. Los paquetes de rescate masivos liderados por el FMI constituyeron la única iniciativa de política internacional en esta área. De hecho, contribuyeron a evitar el incumplimiento de obligaciones de pago en la mayoría de los casos. Sin embargo, la existencia de este instrumento no impidió que ocurrieran crisis y, particularmente a partir de la crisis rusa, no evitó la persistencia de altos niveles de riesgo país ni la aparición de trampas financieras.

La situación empeoró. El papel de los paquetes de rescate fue significativamente reducido, en tanto que la iniciativa del FMI apuntó a una reforma internacional con el exclusivo propósito de facilitar las negociaciones posteriores al incumplimiento de obligaciones de pago (la iniciativa Krueger). Pero incluso esta limitada iniciativa no ha prosperado. Las perspectivas de los países con altas primas de riesgo no son alentadoras.

#### Bibliografía

- Agosin, M. (2001): Corea y Taiwán ante la crisis financiera asiática, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Crisis financieras en países "exitosos"*, Santiago de Chile, McGraw-Hill Interamericana/CEPAL.
- Arellano, J.P. (1983): De la liberalización a la intervención. El mercado de capitales en Chile, 1974-83, *Colección Estudios CIEPLAN*, N° 11, Santiago de Chile.
- Calvo, G., L. Leiderman y C. Reinhart (1996): Inflows of capital to developing countries in the 1990s, *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 10, N° 2, Nashville, American Economic Association.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2002): *Growth with Stability. Financing for Development in the New International Context*, LC/G.2171-P, Santiago de Chile. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.02.II.G.20.
- D'Arista, J. (2002): Financial regulation in a liberalized global environment, en J. Eatwell y L. Taylor (comps.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford, Oxford University Press.
- Damill, M., J. Fanelli y otros (1993): Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas, *Desarrollo económico*, vol. 33, N° 130, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), julio-septiembre.
- Damill, M. y R. Frenkel (1987): De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977 a 1982,

- Ensayos económicos*, N° 37, Buenos Aires, Banco Central de la República Argentina (BCRA).
- \_\_\_\_\_ (2003): *Argentina: Macroeconomic Performance and Crisis*, documento preparado para la IPD Macroeconomics Task Force Meeting (Barcelona, España, 2 y 3 de junio).
- Díaz Alejandro, C. (1985): Good-bye financial repression, hello financial crash, *Journal of Development Economics*, vol. 19, N° 1, North-Holland, Elsevier.
- Eatwell, J. (1997): *International Financial Liberalization: The Impact on World Development*, Office of Development Studies Discussion Papers Series, N° 12, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD).
- Eatwell, J. y L. Taylor (2000): *Global Finance at Risk: The Case for International Regulation*, Nueva York, The New Press.
- Edwards, S. (1986): The order of economic liberalization of the current and capital account of the balance of payments, en M.A. Choksi y D. Papageorgiou (comps.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, Oxford, Basil Blackwell.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993): On gradualism, shock treatment and sequencing, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s. Research Papers for The Group of Twenty-four*, vol. 2, UNCTAD/GID/G.24/2, Nueva York, Naciones Unidas.
- Fischer, S. (2001): *Exchange Rates Regimes: Is the Bipolar View Correct?*, discurso pronunciado en la reunión de la American Economic Association (Nueva Orleans, 6 de enero de 2001).
- Ffrench-Davis, R. (comp.) (2001): *Crisis financieras en países "exitosos"*, Santiago de Chile, McGraw-Hill Interamericana/CEPAL.
- Ffrench-Davis, R. y J.P. Arellano (1983): Apertura financiera externa: la experiencia chilena entre 1973-1980, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Las relaciones financieras externas. Su efecto en las economías latinoamericanas*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1997): *International Capital Markets. Development, Prospects, and Key Policy Issues*, World Economic and Financial Surveys, Washington, D.C., septiembre.
- Frenkel, R. (1980): El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina, *Desarrollo económico*, vol. 20, N° 78, Buenos Aires, Instituto de Desarrollo Económico y Social (IDES), julio-septiembre.
- \_\_\_\_\_ (1983a): Mercado financiero, expectativas cambiarias y movimientos de capital, *El trimestre económico*, vol. 50(4), N° 200, México, D.F., Fondo de Cultura Económica, octubre-diciembre.
- \_\_\_\_\_ (1983b): Apertura financiera externa: el caso argentino, en R. Ffrench-Davis (comp.), *Relaciones financieras externas y su impacto en las economías latinoamericanas*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- \_\_\_\_\_ (1995): *Macroeconomic Sustainability and Development Prospects: Latin American Performance in the 1990s*, UNCTAD Discussion Paper, N° 100, UNCTAD/OSG/DP/100, Ginebra, agosto.
- \_\_\_\_\_ (2002): Capital market liberalization and economic performance in Latin America, en J. Eatwell y L. Taylor (comps.), *International Capital Markets. Systems in Transition*, Oxford, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (2003): *From the Boom in Capital Inflows to Financial Traps*, documento preparado para la IPD Capital Market Liberalization Task Force Meeting (Barcelona, España, 2 y 3 de junio).
- Krueger, A. (1986): Problems of liberalization, en M.A. Choksi y D. Papageorgiou (comps.), *Economic Liberalization in Developing Countries*, Oxford, Basil Blackwell.
- Minsky, H.P. (1975): *John Maynard Keynes*, Nueva York, Columbia University Press.
- Mussa, M. (2002): *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Ocampo, J.A. (2003): *Capital-account and Counter-cyclical Prudential Regulations in Developing Countries*, serie Informes y estudios especiales, N° 6, LC/L.1820-P, Santiago de Chile, CEPAL. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.03.II.G.23.
- Robichek, W. (1981): Some reflections about external public debt management, *Estudios monetarios VII*, Santiago de Chile, Banco Central de Chile.
- Stiglitz, J. (2002): *Globalization and Its Discontents*, Nueva York, W.W. Norton.
- Taylor, L. (1991): *Income Distribution, Inflation, and Growth. Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- \_\_\_\_\_ (1998): *Lax Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises*, CEPA Working Papers, N° 11, Nueva York, Centro de Análisis de Políticas Económicas (CEPA).
- Williamson, J. (1983): *Open Economy and the World Economy: A Textbook in International Economics*, Nueva York, Basic Books.