

PALABRAS CLAVE

Crisis financiera
 Sistemas bancarios
 Balanza de pagos
 Estabilización económica
 Mercados emergentes
 México
 Brasil
 Argentina
 Rusia
 Turquía
 Asia

La relación entre crisis cambiarias y bancarias en países emergentes: los problemas de información y expectativas

Daniel Sotelsek y Lilianne Pavón

El papel del sistema bancario ha sido clave en la crisis de balanza de pagos de varias economías emergentes. Se pueden destacar tres tipos de modelos en los que se analizan diferentes factores relacionados con las crisis cambiarias recientes. Por norma general, las crisis financieras se deben al menos en parte a problemas de balanza de pagos. La vulnerabilidad financiera hace que se desplome la moneda y deteriore el sistema bancario, generándose así un círculo vicioso. Este trabajo muestra que la estabilidad financiera no está garantizada, especialmente en un sistema financiero globalizado. Los países emergentes tienen que encontrar un equilibrio entre la estabilización económica y la financiera, sin dejar de participar en las nuevas corrientes de capital. La tarea es difícil pero indispensable para evitar episodios como los del pasado y cuya amenaza no parece descartada para el futuro.

Daniel Sotelsek
 Director,
 Instituto de Estudios Latinoamericanos,
 Universidad de Alcalá,
 España

✉ daniel.sotelsek@uah.es

Lilianne Pavón
 Profesora Investigadora,
 Universidad Anáhuac
 México

✉ lpavon@anahuac.mx

I

Introducción

El desarrollo acelerado de innovaciones financieras e institucionales en los últimos años se ha traducido en una internacionalización de los mercados y en su gradual desregulación. Esta globalización entraña riesgos considerables, y si bien las crisis de balanza de pagos no son algo nuevo, su mayor frecuencia derivada de la inestabilidad financiera internacional sí lo es. Ello ha dado lugar a un importante caudal de publicaciones especializadas que pretende identificar las causas de las crisis cambiarias y evitar sus efectos mediante su detección temprana.

El objetivo de este trabajo es exponer brevemente cómo explica la teoría económica el fenómeno de las crisis cambiarias y cómo se ajustan las explicaciones a la realidad, haciendo hincapié en las crisis acaecidas en la última década. Se rescata a la vez, mediante un repaso bibliográfico y empírico, el papel del sistema bancario en el desarrollo de estas crisis, vinculando el análisis con las distintas generaciones de modelos de crisis de balanza de pagos.

Considerando que la teoría actual explica mejor los problemas de los mercados de divisas y financieros, pero no describe claramente su proceso de gestación,

este análisis intenta suplir tal falencia recurriendo a la experiencia mundial reciente, y mostrar con más claridad el proceso de retroalimentación que se da entre los problemas de balanza de pagos y del sistema bancario, utilizando herramientas y conceptos teóricos de la economía de la información.

Una crisis puede definirse como “un momento de ruptura en el funcionamiento de un sistema, un cambio cualitativo en sentido positivo o negativo” (Bobbio, Matteucci y Pasquino, 1998, p. 139). En tal sentido, este trabajo considera que una crisis cambiaria representa para la autoridad monetaria de un país una severa dificultad y una potencial imposibilidad de defender una paridad determinada o un régimen cambiario explícito. En ambos casos, la crisis significa que el ataque especulativo tuvo éxito al llevar el tipo de cambio a una brusca y severa depreciación. Por su parte, una crisis bancaria se define como un deterioro prolongado en la calidad de los activos bancarios que hace probable la suspensión de los compromisos de las entidades financieras y obliga al gobierno o al banco central a anunciar e implementar un apoyo financiero a gran escala (Pavón, 2001).

II

Modelos de primera generación: la crisis mexicana de 1982

Los modelos de primera generación consideraban que las crisis de balanza de pagos surgían de políticas fiscales y monetarias laxas e inconsistentes con la paridad fija, creando incentivos para el ataque especulativo ante la perspectiva de un colapso cambiario. Este era, por lo tanto, responsabilidad exclusiva de los gobiernos, que aplicaban políticas económicas expansivas y acumulaban una deuda pública que eventualmente monetizaban. Esta percepción de las crisis cambiarias era alentadora, ya

que al poderse detectar con relativa facilidad los desequilibrios macroeconómicos, ellas podían predecirse con los modelos vigentes. Los ataques especulativos podían anticiparse, no existía incertidumbre con respecto al momento e intensidad del ataque y las perturbaciones exógenas no se tomaban en cuenta.

En esta línea de pensamiento, las crisis solo ocurrían cuando el sector privado percibía un comportamiento gubernamental inconsistente con el compromiso de régimen cambiario vigente. Como el papel del gobierno aparecía estático, sin reacción alguna frente a las acciones del sector privado, bastaba entonces con calcular la reacción óptima de política económica para prever una

□ Este trabajo fue elaborado en el seno de la cátedra de América Latina que financia el Banco Santander Central Hispano en la Universidad de Alcalá. Los autores agradecen los valiosos comentarios recibidos.

crisis: el sector bancario no intervenía en su gestación y más bien presentaba dificultades posteriores como consecuencia de los problemas en el mercado cambiario. El primer modelo de esta vertiente de pensamiento fue el de Krugman (1979) inspirado en el trabajo de Salant y Henderson (1978). Posteriormente Flood y Garber (1984), Connolly y Taylor (1984), Sachs (1986) y Van Wijnbergen (1988) ampliaron la versión original.

En algunos de estos modelos la expansión del crédito interno generaba una disminución de las reservas internacionales y un ataque especulativo a la moneda local que obligaba a abandonar la paridad vigente. La crisis de balanza de pagos se asociaba con los grandes movimientos y en concreto con los déficit de la cuenta corriente registrados en los periodos previos a la crisis. El trabajo pionero en esta línea de pensamiento fue el de Krugman (1979). En él se analiza el caso de una economía pequeña y abierta que produce un solo bien. Los precios y salarios son flexibles y la producción se encuentra en su nivel potencial. La balanza comercial B se hace equivalente con la cuenta corriente al no distinguir entre comercio de bienes, servicios o transferencias: se define como la diferencia entre producción Y y gasto:

$$B=Y-G-C \quad (1)$$

En el mercado de activos financieros, los inversores solo pueden elegir entre activos en moneda nacional M o en moneda extranjera F , siendo el tipo de interés nominal de ambos activos igual a cero. Así, la riqueza real de los residentes nacionales W será igual a la suma de las tenencias en moneda nacional M y extranjera F :

$$W=M/P+F \quad (2)$$

La condición de equilibrio de la cartera establece que las tenencias de activos en moneda dependen de la tasa de inflación esperada Π . Como el nivel de precios interno P corresponde al tipo de cambio s , las tenencias de activos en moneda nacional dependen de la tasa de depreciación esperada de la moneda

$$M/P=L(\Pi)*W \quad (3)$$

donde Π es la tasa de inflación esperada y por lo tanto la tasa de depreciación esperada de la moneda nacional. Bajo tipo de cambio flexible, un aumento en la inflación esperada produce un aumento del nivel de precios internos, mientras que con tipo de cambio fijo, un aumento de la inflación esperada altera la composición de la riqueza de los residentes a favor de los activos en moneda extranjera.

Ello obliga a un cambio compensatorio en las reservas internacionales R , que disminuyen en la misma cantidad en que aumentan las tenencias de moneda extranjera de los residentes privados.

Krugman (1979) analiza también el comportamiento dinámico de la economía en ambos regímenes. Bajo tipo de cambio flexible el crecimiento del acervo monetario estará determinado por la diferencia entre gasto G e ingresos públicos T :

Bajo tipo de cambio fijo, el nivel de precios es constante P ya que $P=sP^*$, $P^*=1$ y entonces $P=s=\Pi$. El sector privado solo puede adquirir activos si logra ahorrar:

$$S=Y-T-C(Y-T,W) \quad (4)$$

En este caso, y debido a que el nivel de precios es constante, el crecimiento de la riqueza de los agentes locales equivale al ahorro del sector privado, es decir:

$$W=(M/P)+F=S \quad (5)$$

Si aumenta la riqueza de los nacionales, una proporción L se destinará a moneda local ($M/P=L(\Pi)*W$) y $I-L$ a activos en moneda extranjera. El gobierno podrá cubrir su déficit emitiendo dinero o utilizando sus reservas internacionales R . De ahí que la restricción presupuestal del gobierno sea, si este ajusta su gasto a fin de que constituya una proporción fija g de los saldos monetarios reales:

$$M/P+R=G-T=g(M/P) \quad (6)$$

Así, mientras el gobierno deba garantizar una paridad fija, no podrá establecer la forma de financiar su déficit. Si el gobierno incurre en déficit, fijar el tipo de cambio resulta imposible cualquiera sea la cantidad inicial de reservas internacionales, y el efecto derivado de la fijación provocará una crisis de balanza de pagos.

Los modelos de primera generación respondían en apariencia a la naturaleza de diversas crisis cambiarias de los decenios de 1970 y 1980, como la de Argentina, Tailandia, Ghana o México, todas ellas teniendo como principal antecedente la monetización del déficit público. Sin embargo, crisis contemporáneas como la de Chile o Filipinas evidenciaban ya la existencia de otros factores de vulnerabilidad ajenos al gobierno.

La corriente ideológica de los modelos de primera generación, que dejaba fuera elementos presentes en las crisis cambiarias de la época, como la apreciación real del tipo de cambio, fue reforzada por la Ley Lawson,

que establecía que la existencia de un déficit en cuenta corriente no tendría consecuencias negativas si no provenía de un desequilibrio fiscal (Cline, 1995). Pero incluso en este escenario el sector financiero no podía desligarse de una crisis cambiaria. El exceso o falta de liquidez y las oscilaciones en los tipos de interés resultantes de la política monetaria aplicada, en especial cuando provenía de la monetización de los déficit públicos, así como el efecto expulsión que este sobreendeudamiento gubernamental generaba, redundarían en problemas en el sistema bancario reflejados eventualmente en el mercado de cambios.

Ello resultaba evidente en la crisis mexicana de 1982, considerada como una comprobación empírica de esta primera ola de modelos. La devaluación del peso de 1976 provocó severas distorsiones en el funcionamiento de las operaciones de captación y crédito del sistema bancario. Los factores determinantes en el proceso de “desintermediación” financiera fueron el abandono de la paridad fija y de la estabilidad de

precios, la intensa actividad especulativa y un nuevo modelo económico que implicaba un aumento del gasto público. Los bancos se convirtieron gradualmente en agentes financieros del Estado. Cuando el crédito bancario finalmente se agotó, el gobierno recurrió a la emisión monetaria y posteriormente al endeudamiento externo (Tello, 1984).

En ese período los tipos de interés reales fueron negativos, lo que aunado a la creciente incertidumbre de los mercados financieros llevó a la contracción del ahorro interno. El modelo económico de los años 1970 se derrumbó finalmente en 1982. La inflación, el excesivo endeudamiento público y su ruptura con el sector privado terminaron por deteriorar severamente el sistema bancario, la cuenta corriente y el empleo. El gobierno expropió a los bancos al declararlos responsables del colapso financiero (Rubio, 1999). Por lo tanto, la neutralidad del sistema bancario en la crisis cambiaria que defendían estos primeros modelos no era del todo clara (Edwards, 2001).

III

Modelos de segunda generación: el colapso del Sistema Monetario Europeo y la crisis mexicana de 1994

La crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993) evidenció nuevos elementos detonantes de las crisis cambiarias y dio lugar, junto con la crisis mexicana (1994-1995), a los modelos de segunda generación, que profundizaban en los efectos desestabilizadores de la globalización y de la liberalización financiera.

La Comunidad Económica Europea (CEE) había establecido el Sistema Monetario Europeo (SME) con el objeto de reducir las fluctuaciones entre las monedas pertenecientes a él, con miras a la futura Unión Monetaria (UM). Bajo este esquema, los países debían mantener fija su moneda en una banda de flotación de $\pm 2,25\%$ respecto al valor objetivo de los demás países miembros, salvo en el caso de la lira italiana, cuya banda de fluctuación era mayor. El marco alemán, respaldado por su estabilidad y la fortaleza de su banco central, se convirtió en el ancla del sistema (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1994). No obstante, la reunificación alemana trajo consigo una política fiscal expansiva que el Bundesbank intentó contrarrestar mediante la astringencia monetaria, apreciando al marco

alemán y obligando al repunte de los tipos de interés en otros países de la CEE. Finalmente, y ante el severo ataque especulativo a la libra esterlina, en septiembre de 1992 los británicos respondieron con un incremento en los réditos que aun siendo importante (15%) no tuvo éxito, por lo que el gobierno decidió abandonar la banda al igual que Italia. España ajustó la paridad en dos ocasiones pero permaneció en el sistema, al igual que Francia, que solo ajustó sus tipos de interés. En agosto de 1993, las bandas de flotación del SME se ampliaron a 15%.

Esta crisis, al igual que la mexicana dos años más tarde, mostraron la incapacidad de los modelos de primera generación para explicarlas y refutaron empíricamente la Ley Lawson: en ambos casos, el balance financiero del sector público era positivo. Asimismo, los altos déficit en cuenta corriente, a pesar de reflejar esencialmente un desequilibrio entre ahorro e inversión privados, no impidieron las crisis cambiarias en Chile a principios de los años 1980 ni de varios países asiáticos a finales de los años 1990.

La crisis mexicana (1994-1995) se gestó en la incertidumbre sociopolítica, en una economía con un severo déficit en cuenta corriente, una dolarización gradual a través de Bonos del Tesoro y una sobrevaluación de la moneda cercana al 25%. En diciembre de 1994, la fuga masiva de capital obliga a las autoridades financieras a ampliar la banda de flotación en un 15,2% y casi inmediatamente después a dejar al peso mexicano en flotación libre.

La crisis mexicana también se propagó a otras economías emergentes, lo que autores como Krugman (1999) consideran un fenómeno de contagio. Este se deriva de la información imperfecta que lleva a los inversores a considerar a diversos países como pertenecientes a una misma categoría, independientemente de sus particularidades macroeconómicas e incluso sin existir lazos comerciales aparentes entre ellos. Las expectativas autocumplidas se extendieron y magnificaron entre inversores institucionales, expandiendo la magnitud y el alcance de la crisis.

Esta crisis tenía características distintas a las crisis mexicanas previas: las crisis de 1976 y de 1982 eran resultado del desequilibrio en las finanzas públicas. La crisis de 1995, en cambio, emanaba de la incertidumbre sociopolítica, enmarcada en un entorno económico débil, y del desbordamiento del crédito bancario al sector privado debido a problemas de riesgo moral e ineficiencia operativa de las instituciones financieras recién privatizadas (1990), con dos rasgos distintivos: las entidades habían sido adquiridas por agentes económicos ajenos al negocio (casas de bolsa), y su valoración había sido exagerada. Adicionalmente, las operaciones financieras serían supervisadas por una obsoleta Comisión Nacional Bancaria (CNB) sin instrumentos ni personal adecuados. La conjunción de estos factores y de los incentivos implícitos que había creado la privatización, llevó en pocos años a la banca local a registrar una gran proporción de cartera vencida en sus créditos (Frenkel, 2003).

En 1993 la economía se encontraba en el punto de inflexión del ciclo económico y el riesgo crediticio alcanzaba su máximo: la selección inadecuada de créditos se tradujo en un incremento de la cartera vencida. En 1994 la financiación al sector público y privado creció 19,7% y 11,8% en términos reales, pero este fue el último año de expansión del ciclo crediticio. Los tipos de interés repuntaron e hicieron impagables una gran proporción de los créditos bancarios, por lo que la cartera dudosa se volvió irrecuperable y la mayor parte de la cartera vigente pasó a ser dudosa. Tanto la captación como el crédito se desplomaron en -10,6% y en -15,6%, respectivamente. La falta de un sistema de supervisión

confiable, aunada a sistemas de contabilidad no homologados entre entidades financieras, impidió cuantificar la verdadera magnitud de la crisis bancaria, pero dejó en claro la retroalimentación existente entre los problemas bancarios y el colapso de un régimen cambiario.

La crisis mexicana, junto con la del SME, enmarcadas ambas en un proceso de liberalización financiera, iniciaron un importante debate en la literatura especializada que dio lugar al surgimiento de los modelos de segunda generación, inspirados en los trabajos de Obstfeld (1986) y ampliados y modificados por diversos autores como Eichengreen, Rose y Wyplosz (1995), Obstfeld y Rogoff (1995), Krugman (1996) y Obstfeld (1996).

La nueva literatura permite explicar la interacción entre las expectativas de los agentes y la política económica, en la cual las acciones del gobierno constituyen una respuesta óptima a las perturbaciones. El coste público de una paridad fija aumenta conforme se crean expectativas de devaluación de la moneda y por ello los compromisos del gobierno no son estables, sino condicionados al escenario macroeconómico o estado de la naturaleza. La existencia de rigidez nominal en la economía puede explicar parcialmente cómo el gobierno puede tener incentivos para abandonar su compromiso inicial de paridad fija. Por ejemplo, un mercado laboral rígido lleva a un alto desempleo que puede reducirse mediante una expansión monetaria que cree presiones inflacionistas y deteriore el salario real (Díaz Mier e Hinarejos, 2006).

Un ejemplo de modelo de segunda generación es el de Obstfeld (1996), donde el supuesto inicial es que cuando existe nerviosismo sobre la evolución futura del tipo de cambio, el gobierno impone medidas para defender la paridad que involucran costes implícitos como la pérdida de empleos. La decisión pública de devaluar se basa en la minimización de una función de pérdida que relaciona los costes asociados a la defensa del tipo de cambio, expresados ya sea en menor producción o en pérdida de empleos, con el coste de una devaluación de la moneda, expresado en términos de mayor inflación

$$L = (y - y^*)^2 + \beta \varepsilon^2 + c(\varepsilon) \quad (7)$$

donde y es el producto efectivo, y^* es el objetivo gubernamental, ε es la variación del tipo de cambio y $c(\varepsilon)$ el coste gubernamental de modificar la paridad vinculado a la pérdida de credibilidad. El producto se determina mediante una función estilo curva de Phillips aumentada por expectativas:

$$y = \tilde{y} + a(\varepsilon - \varepsilon^e) - \mu \quad (8)$$

donde \tilde{y} es el producto potencial, ε^e son las expectativas locales de los precios ε basadas en información rezagada, y μ es un término de error con media cero. El supuesto de que el objetivo del gobierno en cuanto al PIB y^* sea mayor al potencial, genera una inconsistencia dinámica que da lugar a equilibrios múltiples, cada uno en función de las expectativas de devaluación existentes y de los equilibrios macroeconómicos del país. De ahí que estos últimos, si bien no provocan directamente la crisis, sí influyen significativamente en su probabilidad de ocurrencia. Así, si el coste asociado a la devaluación es bajo y la producción es sensible a cambios en el uso del factor trabajo, la aversión a la devaluación será menor así como la credibilidad del gobierno, lo que aumenta la probabilidad de que ocurra una crisis cambiaria (Obstfeld, 1996).

Los modelos de esta vertiente enfatizan el papel de los desequilibrios de acervos (por ejemplo, deuda pública) y el comportamiento gregario de los agentes económicos (Calvo y Mendoza, 1996). Los desajustes de flujos (balance público) pasan a segundo plano. Este marco teórico permite entender los mecanismos a través de los cuales las expectativas pueden acelerar las dificultades en el mercado de cambios, o generar problemas de liquidez ante una crisis de confianza, aun si el programa económico es viable a largo plazo. Los modelos de segunda generación más complejos incorporan un comportamiento dinámico de los sectores público y privado en un contexto de juegos repetidos, donde ambos reaccionan a las acciones del otro. Los especuladores toman sus decisiones con pleno conocimiento de los movimientos no lineales del gobierno y pueden forzarlo a implementar políticas incongruentes

con el régimen cambiario, cualesquiera sean los equilibrios macroeconómicos. Desde este punto de vista, las expectativas de devaluación son autocumplidas. El ataque ocurrirá dependiendo de la existencia de incentivos para especular y de que los mecanismos puedan coordinarse entre sí (Welling, 2006).

Los modelos de segunda generación se concentran en los efectos de contagio; siguiendo a Masson (1999), existen diversas razones por las que las crisis de varios países pueden ser contemporáneas. En primer lugar, pueden deberse a factores comunes, como el incremento en las tasas de interés internacionales. Otra posibilidad, señalada por Corsetti, Presenti y Proubissi (1999), es que el colapso de un país deteriore los equilibrios macroeconómicos de otro. Finalmente, puede deberse a factores no explicables a través de la economía, tal vez porque genera un cambio en el clima del mercado (contagio puro).

Sin embargo, la evidencia empírica parece indicar que, de hecho, el contagio puro raramente existe y que los sistemas bancarios que se ven afectados por perturbaciones presentan una vulnerabilidad previa. De la misma manera, los efectos que llevan a que la crisis de una institución individual amenace la estabilidad de todo el sistema son más probables en estructuras financieras frágiles. Como aseveran Kaminsky y Reinhart (1999), tras la liberalización financiera las crisis bancarias y monetarias aparecen estrechamente vinculadas. La mayoría de las veces, el inicio de los problemas bancarios antecede a las crisis cambiarias.

En medio de consideraciones de esta índole estalla la crisis cambiaria y financiera de los países del sudeste asiático en 1997 y con ella surge una nueva generación de modelos.

IV

Modelos de tercera generación: los países del sudeste asiático

Las peculiaridades de la crisis del sudeste asiático evidenciaron los límites de los modelos de crisis de balanza de pagos de la época. Esta crisis estalla en 1997, cuando el Banco Central de Tailandia deja flotar el *baht*, lo que conduce a ventas masivas de otras monedas del sudeste asiático y la República de Corea. Filipinas e Indonesia liberan su mercado de cambios, mientras que la República de Corea amplía la banda del *won* de 2,3% a 10%, para luego eliminar las bandas de forma definitiva. Todo ello

contribuye a una crisis de confianza en la región y a una enorme fuga de capitales. Pero más que la descripción de la crisis, lo relevante para el tema que nos ocupa es su proceso de gestación.

Desde mediados de la década de 1980 y hasta 1990, la economía del sudeste asiático crecía al 6% anual como promedio, gracias a la inversión extranjera directa proveniente del Japón que en la segunda mitad de esa década ascendió a 15 mil millones de dólares

(Agénor, Miller y otros, 1999). Los bajos tipos de interés del mundo industrializado a principios de los años 1990 propiciaron el ingreso de capital especulativo al sudeste asiático, cuyos altos rendimientos, tipos de cambio anclados al dólar, la liberalización financiera y un favorable desempeño macroeconómico lo hacían sumamente atractivo (FMI, 2007).

Pero esos mismos réditos y sus efectos en el tipo de cambio real fueron mermando la competitividad de las exportaciones y frenando la financiación a las empresas locales: en la primera mitad de los años 1990, el peso filipino se apreció un 40% y el *ringgit*, el *baht* y la rupia casi un 20%. Tailandia registró un importante déficit en cuenta corriente y Malasia pasó de un superávit a un déficit. Parte del flujo de capitales hacia estos países eran préstamos y desde 1995, hasta un año antes de la crisis, la deuda a corto plazo suponía casi un 58,5% de la deuda total (García y Olivie, 1999).

En un entorno caracterizado por flujos de capital foráneo, exceso de apalancamiento y desregulación, los bancos se endeudaron en moneda extranjera mientras prestaban en moneda nacional, incrementando el riesgo cambiario.

Adicionalmente, enfrentaban una severa disparidad entre plazos de captación y de colocación de fondos, y una asignación del crédito a inversiones poco productivas y de alto riesgo, como bienes raíces y acciones. Todo ello redundó en un repunte de la cartera vencida, cuyo nivel superó el 15% del total de la cartera en Tailandia, Indonesia, la República de Corea y Malasia ya antes de la crisis, y en una burbuja inmobiliaria y del mercado de acciones que culminó con el colapso cambiario y financiero de la región.

Cuando se analiza el proceso de gestación de la crisis del sudeste asiático se observa que, al igual que México o el SME, estos países no presentaban problemas de finanzas públicas ni de pérdida de reservas internacionales, lo que contradecía a los modelos de crisis de balanza de pagos de primera generación. Los modelos de segunda generación, por su parte, no explicaban el caso asiático en lo que se refiere a los factores considerados como detonantes de las expectativas de devaluación: no había déficit público ni estancamiento económico. Particularmente, se cuestionaba el origen de las presiones de balanza de pagos y su vinculación con el sistema financiero, donde el sentido de la causalidad ya no era tan claro y apuntaba a un proceso de retroalimentación. No obstante, los modelos vigentes sí consideraban que los costes incrementales de mantenimiento de la paridad pudieran traer consigo mayores expectativas de devaluación. Lo mismo podría decirse de la apreciación de

la moneda, la escasa rentabilidad de los proyectos de inversión y la estructura de vencimientos de la deuda privada. Los países asiáticos tenían ciertas deficiencias estructurales, pero estas no habrían trascendido de no haberse dado una retroalimentación entre problemas internos, perturbaciones externas y expectativas. El contagio pudo haber contribuido a la propagación de la crisis asiática, ya que economías tan dispares como Filipinas y la República de Corea sucumbieron a los ataques especulativos.

Estas consideraciones se extendieron a la crisis mexicana de 1994 y dieron lugar a toda una literatura sobre los problemas de información en el sistema bancario y sus consecuencias de riesgo moral y selección adversa en la cartera de activos de las instituciones (De Juan, 2005).

En este orden de ideas aparecen los modelos de tercera generación, que de hecho tienen varios elementos en común con las dos vertientes anteriores. Por una parte, rescatan algunos de los argumentos de los primeros modelos sobre crisis cambiarias, ya que a fin de cuentas en presencia de riesgo moral la deuda será asumida por el gobierno, aun si su origen es privado. La crisis de mercado cambiario surge entonces de un déficit público implícito que obliga a abandonar una paridad fija. Esta hipótesis es compartida por diversos autores, como McKinnon y Pill (1999) o Corsetti, Presenti y Proubissi (1999).

Esta tercera generación de modelos también retoma los modelos de la segunda, pues admite que el comportamiento del gobierno depende del entorno macroeconómico, pero se diferencia de ellos en que la reacción gubernamental no solo responde a la acción de los especuladores, sino también a la evolución de los equilibrios macroeconómicos fundamentales. La existencia de garantías implícitas y de riesgo moral es la base de estos nuevos modelos para explicar los "juegos" entre sector público y privado.

Un modelo de tercera generación por excelencia es el de Corsetti, Presenti y Proubissi (1999). Sea una economía pequeña especializada en la producción de un bien comerciable Y con una función de producción Cobb-Douglas con rendimientos constantes a escala y un parámetro estocástico de tecnología A_t con dos valores equiprobables: $(A+\sigma)$ o $(A-\sigma)$. Los mercados de capital son incompletos y segmentados; una fracción β de los agentes internos (la elite o *ELI*) tiene libre acceso a ellos, mientras que el resto *ROC* (los agentes internos que no pertenecen a la elite) solo accede a activos nacionales.

El capital inicial se financia mediante endeudamiento externo, por lo que *ELI* obtiene crédito foráneo

D y presta a ELI foránea K a un tipo de interés constante r . La restricción presupuestal de ELI es:

$$K_{t+1} - K_t - (D_{t+1} - D_t)(\varepsilon_t/P_t) = Y_t - W_t - r(\varepsilon_t/P_t) - D_t C_t^{ELI} - T_t^{ELI} - (M_t^{ELI} - M_{t-1}^{ELI})/P_t \quad (9)$$

donde W son salarios reales de ELI , C su consumo, T su pago neto de impuestos, M sus tenencias monetarias, P el nivel de precios interno y ε_t el tipo de cambio. Los ingresos laborales son la única fuente de ingresos de ROC , y no hay un mercado de capital que les permita endeudarse sobre ingresos futuros, siendo su restricción presupuestal:

$$W_t = C_t^{ROC} + T_t^{ROC} + (M_t^{ROC} - M_{t-1}^{ROC})/P_t \quad (10)$$

El gobierno implementa la política fiscal y administra las reservas internacionales R . Antes de una crisis, su presupuesto es:

$$T_t + (M_t - M_{t-1})/P_t + (r\varepsilon_t/P_t)R_t = (\varepsilon_t/P_t)(R_{t+1} - R_t) \quad (11)$$

Para considerar el arbitraje internacional y cumplir con la paridad de poder de compra, $P_t = \varepsilon_t$ y agregando las restricciones presupuestales anteriores se obtiene la relación de la cuenta corriente:

$$-(D_{t+1} - R_{t+1}) + (D_t - R_t) = Y_t - r(D_t - R_t) - C_t - (K_{t+1} - K_t) \quad (12)$$

ELI es neutral al riesgo y su tasa de preferencia intertemporal equivale al tipo de interés r . Su utilidad esperada si los saldos monetarios reales proveen servicios de liquidez, es:

$$E_t \sum_{s=t}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^{s-t}} \left[C_s^{ELI} + \chi \ln(M_s^{ELI}/P_s) \right] \quad (13)$$

Cada agente de la elite maximiza esta expresión con respecto al capital y a las tenencias monetarias, sujeto a la restricción presupuestaria (ecuación 10). La elección óptima de capital iguala su rendimiento marginal esperado con el coste de los fondos. En este caso las decisiones de inversión afectan la recaudación neta T^{ELI} en periodos posteriores.

ROC , a diferencia de ELI , no puede comerciar activos intertemporalmente, por lo que su demanda de dinero es inelástica al tipo de interés y está determinada por la restricción:

$$M_{t-1}^{ROC} = P_t C_t^{ROC} \quad (14)$$

En este modelo, hay crisis financiera cuando los pasivos de ELI son mayores que el capital y la esencia del tratamiento del riesgo moral es que, una vez que la crisis se materializa, los agentes esperan y con razón que el gobierno los apoye, siendo que la elección óptima de capital depende de las expectativas en torno a futuros impuestos o transferencias.

Como los agentes racionalmente anticipan este apoyo monetario del gobierno en caso de crisis, el riesgo moral puede modelarse como una transferencia no negativa θ contingente a la ocurrencia de A . Si la realización es negativa, $\tilde{A} = A - \sigma$, los agentes esperan percibir transferencias públicas equivalentes a la diferencia entre la cartera vencida y el coste de los fondos. Si la realización de la perturbación es positiva ($\tilde{A} = A + \sigma$), no se percibirá nada.

Es fácil demostrar que el nivel deseado de capital K es mayor que el nivel de eficiencia \tilde{K} , por lo que existe una sobreinversión:

$$K = \left[(a(A + \sigma)/r)^{1/(1-a)} > \tilde{K} = a[A/r]^{1/(1-a)} \right] \quad (15)$$

El riesgo moral genera sobreendeudamiento externo, pues como todo capital está apalancado, ELI debe aumentar sus pasivos externos para financiar su sobreinversión. Mientras no perciba apoyo gubernamental, ELI cubrirá pérdidas con un creciente endeudamiento externo. La deuda externa total D se expresa también como:

$$D_{t+1} = K_{t+1} + F_{t+1} \quad (16)$$

donde el capital es constante en el nivel K , mientras que F es el nivel acumulado de endeudamiento externo (en el modelo se le llama también “*evergreening*”) desde el periodo inicial: F será mayor cuanto más grave sea la perturbación y el exceso de capital. Este modelo también demuestra que la liberalización financiera magnifica estos efectos. El sector privado podrá refinanciar su deuda externa mientras las reservas R superen cierto umbral γF , por debajo del cual los acreedores internacionales no solo interrumpen el flujo de recursos frescos, sino que se niegan incluso a mantener la deuda existente. Los autores muestran esta restricción como:

$$R_{t_c+1} = \gamma F_{t_c+1} \quad 0 < \gamma < 1 \quad (17)$$

siendo t_c el periodo inicial. Cuando esta restricción se viola, se inicia la crisis financiera. ELI muestra la factura al gobierno que lo apoya y la solvencia gubernamental se enfrenta a la restricción intertemporal. El “colapso natural” se define como una situación en la que el ataque

a la moneda solo ocurre cuando $F/R=\gamma$, donde existen dos escenarios: en uno el gobierno obtiene ingresos impositivos para evitar la emisión monetaria y la crisis cambiaria, y en el otro la oferta monetaria debe crecer a una tasa media positiva, la demanda de dinero de estado estacionario es constante y tanto los precios como el tipo de cambio crecen a una tasa μ . Si bien el colapso natural parece coincidir con el abandono de la paridad, este no sorprende a los agentes económicos que conocen la dinámica de la deuda y las reservas internacionales. De ahí que el colapso natural no pueda ser un equilibrio con expectativas racionales, ya que con estas la paridad colapsaría antes.

Los modelos de tercera generación intentan conciliar los dos modelos anteriores, atendiendo al comportamiento no lineal del gobierno, a las expectativas autocumplidas y a la existencia de equilibrios múltiples, pero incorporando aspectos novedosos como las garantías públicas implícitas, la fragilidad financiera y los desequilibrios de acervos que derivan de problemas relativos a la información y a los equilibrios macroeconómicos fundamentales. La interdependencia entre crisis financieras y cambiarias adquiere relevancia y muestra el peligro potencial que implica la existencia de sistemas bancarios frágiles y mal regulados.

V

Las crisis recientes y los modelos de tercera generación: los episodios de Rusia, Brasil, Turquía y Argentina

Las crisis de México y Asia permitieron comprender la importancia del sistema bancario en las crisis de balanza de pagos. En el caso asiático, la fragilidad financiera precedió al ataque monetario y constituyó una de sus motivaciones más importantes, mientras que en el caso mexicano el sentido de la causalidad entre crisis financiera y cambiaria nunca fue del todo claro, ya que el sistema bancario presentaba problemas graves anteriores al ajuste de la paridad y este ajuste no hizo más que ponerlos de manifiesto y agudizarlos. Las crisis casi simultáneas en Rusia y Brasil, y unos años más tarde en Turquía y Argentina, aportaron evidencia complementaria.

Respecto a la crisis de **Rusia (1997)**, ese mismo año Yeltsin había impulsado una reforma tributaria, el control de los monopolios y del cabildeo empresarial, así como un modelo económico y financiero basado en el mercado que permitió al país crecer temporalmente. No obstante, persistían los problemas de corrupción, la falta de derechos contractuales y de propiedad, el dominio de las oligarquías (conglomerados financieros) y la fragilidad bancaria y fiscal. Dos perturbaciones externas detonaron el colapso cambiario: el desplome de los precios del petróleo y otros productos básicos y el contagio de la crisis asiática, que provocó fuga de capital y el derrumbe de la bolsa de valores. A fines de 1998 se declaró la moratoria de pagos y se devaluó el rublo. El contexto de la crisis rusa coincidía con los modelos de tercera generación, pero aportaba elementos nove-

dos, como la falta de apoyo financiero internacional o las dificultades de instaurar un sistema de mercado y de fortalecer a las instituciones en países en transición inmersos casi “violentamente” en la globalización.

En el caso de **Brasil (1999)**, el proceso de gestación de la crisis tuvo aspectos comunes con el observado en México en 1994. Después de largos periodos de elevada inflación, Brasil implantó en 1994 el Plan Real, un plan de estabilización que tenía el tipo de cambio como ancla nominal, a la vez que promovía la liberalización comercial y financiera y el saneamiento de las finanzas públicas mediante la reducción de las transferencias a los municipios y un aumento del impuesto sobre los ingresos. La política monetaria era cada vez más restrictiva y el real fluctuaba en un régimen de bandas que eran ajustadas periódicamente (1995-1999). El plan logró estabilizar la economía, si bien la moneda inició un proceso de gradual sobrevaluación. La crisis rusa había agudizado el nerviosismo entre los inversores respecto a la estabilidad de los países emergentes y, conforme se aceleraban las salidas de capital, se generalizaban también las expectativas de devaluación. Esto, aunado a las dificultades de ajuste presupuestal y a la contracción de las reservas internacionales, hizo inminente el colapso cambiario, que obligó al Banco Central del Brasil a ampliar la banda y luego a liberar el tipo de cambio: la moneda perdió en pocos días más del 30% de su valor.

La crisis de **Turquía (2001)** se enmarcó también en los modelos de crisis cambiarias ya estudiados. Su rasgo distintivo fue el esfuerzo por controlar un severo déficit (12% del PIB en el 2000) y la deuda pública (cerca del 90% del PIB en el 2001). La adopción de bandas de flotación en 1999 para anclar el proceso inflacionario indujo a un fuerte ingreso de capital y a un considerable incremento de la deuda en moneda extranjera del sistema bancario. A principios del 2001, desacuerdos entre el presidente y su primer ministro aumentaron la tensión en los mercados financieros y detonaron una fuga de capital de 5.000 millones de dólares en 24 horas, el desplome de la bolsa, una crisis bancaria de grandes dimensiones y el abandono del tipo de cambio fijo: la lira turca perdió un 36% de su valor en el 2001.

La crisis de **Argentina (2002)**, por sus dimensiones reales y financieras, así como por su impacto en la literatura especializada, es junto con la crisis de México (1995) el colapso económico, cambiario y financiero más severo de los últimos años. Este episodio tuvo como antecedente, al igual que la mayoría de las crisis cambiarias recientes, ingentes entradas de capital foráneo con regímenes cambiarios prefijados. Tal y como en Brasil (1999), México (1994) y Rusia (1998), hubo un plan de estabilización previo basado en la Ley de convertibilidad (1991), que había permitido a Argentina salir de la hiperinflación y de una difícil situación socioeconómica. Con el tiempo se convertiría en un corsé que inhibía la competitividad, sobrevaluando al peso argentino¹ y contribuyendo al deterioro gradual del poder adquisitivo de la población. La fortaleza del dólar, la depreciación del real brasileño y la caída de los precios agrícolas aceleraron el deterioro de la cuenta corriente. Estas perturbaciones y la escasa competitividad propiciaron una profunda recesión en el país a partir de 1999, que agudizó los problemas fiscales al caer los ingresos tributarios (FMI, 2005).

Las causas de la crisis argentina han sido ampliamente debatidas, si bien parece existir consenso en que ella fue producto de la interacción de elementos de fragilidad interna, tanto en los mercados reales como en los financieros, combinada con perturbaciones externas y expectativas autocumplidas, por lo que esta crisis encaja en los modelos de crisis cambiaria de tercera generación.

Como elementos de vulnerabilidad interna cabe señalar una incompatibilidad entre el régimen cambiario

y una política fiscal poco austera, así como la desaceleración económica y la creciente fragilidad del sistema bancario (Bustelo, 2004). Otro ingrediente de la crisis señalado por Galiani, Heymann y Tommasi (2002) fue un excesivo gasto privado en los años 1990, impulsado por expectativas “irracionales” —ya observadas con anterioridad en países como México— que llevaron a confundir una fase ascendente del ciclo económico con un cambio positivo de tendencia. Por ello, los sectores público y privado se endeudaron en divisas sin cobertura (Caprio, Klingebiel y otros, 2005).

En cuanto a las perturbaciones externas, un elemento decisivo fue la contracción de los mercados internacionales de capital tras la crisis rusa (Calvo, Izquierdo y Talvi, 2002), donde la interrupción de la ayuda del FMI generó un cambio de percepción y mucho nerviosismo en los inversores internacionales, haciendo descender las corrientes de fondos hacia países emergentes. Si bien, como afirman Haussmann y Velasco (2002), Argentina no sufrió más que otras naciones de la región la contracción de los mercados internacionales de capital, el colapso fue producto de la conjunción de un régimen cambiario rígido, la falta de disciplina fiscal y la vulnerabilidad de un sistema bancario inmerso sometido a un proceso de desregulación y “extranjerización” en un contexto internacional de mayor astringencia de flujos monetarios.

Arriazu (2003) y Schenone (2007) mencionan factores de presión adicionales, tales como las expectativas de insostenibilidad del régimen cambiario; el aumento de los precios relativos de los bienes no comerciables en el ámbito internacional, y la tensión social derivada del deterioro del bienestar social, que propició la renuencia del gobierno a aceptar las condiciones de los organismos internacionales. En enero del 2002 se abandonó el plan de convertibilidad y se vivió en Argentina un ambiente de inestabilidad (Mussa, 2002): el país enfrentó un auténtico colapso económico, financiero y político, ya que el “corralito”, restricción impuesta por el gobierno con el objeto de frenar la inminente corrida bancaria, y el “corralón”, que restringía el retiro de depósitos a plazo, fueron percibidos como una violación de los derechos de propiedad de los depositantes y, junto con el colapso del sistema de pagos, minó la credibilidad del sistema financiero y de las instituciones (Ocampo, 2002).

El colapso del sistema de pagos llevó a la proliferación del trueque, de las ferias y de emisiones monetarias por parte de organismos y provincias. Se anunció el cierre de varios bancos y el apoyo gubernamental a otros para evitar la bancarrota. La norma determinó la devolución escalonada de los depósitos y no se hizo presente la gran devaluación que se preveía, iniciándose un proceso de recuperación más bien acelerado (Chudnovsky, López y Pupato, 2003).

¹ En el contexto de nuestra investigación cabe preguntarse si esta sobrevaluación del peso argentino, estimada en un 20% por el FMI (2005), era o no percibida por los agentes económicos. Y es aquí donde cobra relevancia la tesis de información asimétrica en el proceso de gestación de las crisis de balanza de pagos.

VI

Gestación de una crisis desde la perspectiva de la economía de la información

Los modelos de tercera generación explican mejor las últimas crisis, pero no su gestación. En los modelos de primera generación, el factor detonante de la crisis era una contracción severa de las reservas internacionales como resultado de la monetización del déficit público y en los de segunda generación un ataque especulativo emanado de expectativas adversas generalizadas. Los modelos de tercera generación sugieren que la causa principal de las crisis cambiarias sería un sobreendeudamiento externo del sistema financiero derivado de problemas de incentivos y que la mecánica del colapso sería similar a la que señalan los modelos de segunda generación: un desequilibrio de acervos (Calvo y Mendoza, 1996) o el rebase de un determinado umbral de endeudamiento (Sargent y Wallace, 1981).

Desde un punto de vista analítico es posible rescatar un proceso de gestación que muestre, con un cierto orden cronológico, la diversidad de los esquemas de conformación y operación de los sistemas financieros y regímenes cambiarios.

Las crisis se gestan en la fase expansiva del ciclo económico, en un entorno de ilusión colectiva que atrae recursos del exterior, lo que exagera el optimismo y contribuye a incrementar el consumo, la inversión y el endeudamiento. En esta etapa se inicia una gradual sobrevaluación de la moneda, que mina la competitividad del país, y un repunte del riesgo crediticio: hay fuertes incentivos para que, ante un sobrecalentamiento económico, los agentes asuman riesgos excesivos e incluso desconocidos, más allá de la capacidad de absorción de su capital y de las redes explícitas de seguridad. El mayor riesgo proviene también de un desequilibrio ascendente de monedas y plazos entre activos y pasivos que acentúa la vulnerabilidad del sistema a cualquier perturbación, propiciando un ataque especulativo atizado por el comportamiento gregario que caracteriza a los inversores institucionales.

Y es que en un entorno global tan cambiante como el actual, las economías emergentes están sujetas a perturbaciones (entre otras, corrección del precio de activos financieros, inmobiliarios o de materias primas, oscilaciones de tasas de interés, desaceleración económica e inestabilidad sociopolítica) que pueden alterar el escenario y las expectativas de agentes económicos

con diferentes grados de información. Una vez que el país se ve afectado por ellas, las distorsiones a los incentivos para tomar riesgos se intensifican a medida que la cartera vencida absorbe el capital de los bancos. Los administradores empiezan a tomar conciencia de la posible pérdida de su empleo a menos que el negocio reporte utilidades, por lo que aumentan las operaciones de riesgo. Los bancos también asumen un comportamiento más agresivo, particularmente si anticipan apoyo gubernamental en caso de crisis. En esta fase se inicia un retiro silencioso de fondos y una creciente redistribución del riesgo por parte de los clientes bien informados, poniendo de manifiesto las asimetrías de información entre agentes en el sistema financiero.

Una vez que ocurre la perturbación, la decepción colectiva magnifica la crisis. La falta de visión puede exacerbar las condiciones financieras adversas, ya que justo después del episodio es fácil imaginar su ocurrencia; así, la probabilidad subjetiva de que se produzca aumenta muy por encima de la probabilidad real. Esto se traducirá en un fuerte racionamiento del crédito, la interrupción de la inversión y el crédito foráneos, un “vuelo hacia la calidad” y un repunte de los beneficios, lo que a su vez aumenta la selección adversa en el otorgamiento de empréstitos. Este nerviosismo puede llevar a corridas bancarias si no existe una red de seguridad adecuada.

Pero como al mismo tiempo la red de seguridad permite seguir operando a bancos ya insolventes, las pérdidas se hacen entonces explícitas y llevan a una crisis de confianza que se refleja en los mercados financiero y cambiario. El acceso de los clientes a las cuentas bancarias puede entonces restringirse y el conflicto en la distribución de las pérdidas entra al terreno político. Existen dos síntomas que caracterizan la transición de la segunda a la tercera fase: los medios de comunicación alertan sobre niveles exorbitantes de tipos de interés y corridas bancarias y las autoridades empiezan un debate abierto sobre posibles cierres, fusiones o adquisiciones de entidades bancarias. El colapso cambiario y financiero es ya una realidad.

En el proceso de gestación recién descrito es evidente que las entradas de capital foráneo exacerban el ciclo de negocios de países emergentes, cuando a la euforia de los mercados por el modelo exitoso le sigue

el vuelo hacia la calidad, que conduce al retiro masivo de financiación externa, en gran parte por el comportamiento gregario de los inversores institucionales de todas partes del mundo e incluso por la negativa de apoyo de organismos internacionales, tal y como lo predicen los modelos de crisis de balanza de pagos de segunda y tercera generación.

Esto es particularmente cierto cuando un sistema bancario liberalizado, poco regulado y con riesgo moral

que surge de redes de seguridad irrestrictas, traduce esas entradas de capital en un desbordamiento del crédito, al que le sigue casi irremediamente una astringencia crediticia que aumenta la vulnerabilidad del sector bancario (McKinnon y Pill, 1999). La crisis combina entonces el deterioro de ciertos equilibrios macroeconómicos internos con el comportamiento especulativo y gregario del mercado financiero internacional (Bustelo, 2004; Hale y Arteta, 2007).

VII

La creación de expectativas

“racionales” intertemporales

En el análisis anterior se confirma la afirmación de Herring (1998), de que un largo periodo de tranquilidad suele anteceder a las perturbaciones mayores que desatan una crisis cambiaria y financiera. Si bien una vez ocurrida la perturbación se hace evidente que los agentes afectados asumieron un riesgo excesivo, lo importante es entender por qué. Parece haber dos posibles respuestas: o los agentes subestimaron la probabilidad de ocurrencia de la perturbación o bien la percibieron correctamente y aun así se expusieron más al riesgo por considerarlo rentable.

La rentabilidad de una mayor toma de riesgo es común en las crisis bancarias y se debe básicamente a la certeza de los usuarios y directivos de los bancos de que habrá apoyo gubernamental. En otras palabras, las redes de seguridad irrestrictas favorecen el riesgo moral y vulneran la solidez del sistema, al fijar el nivel óptimo de toma de riesgo privado por encima del nivel socialmente óptimo.

En cuanto a subestimar la probabilidad de ocurrencia de una perturbación, depende de la habilidad para calibrar dicha probabilidad, la que está en función de la frecuencia con que la perturbación ocurre en comparación con la frecuencia de cambios en la estructura de causalidad subyacente, así como del grado de comprensión de la estructura de causalidad misma.

Algunos elementos adicionales pueden demostrar (Tversky y Kahneman, 1982) que en la toma de decisiones las probabilidades subjetivas se formulan en función de la facilidad con que el individuo puede imaginar el evento en cuestión. En la medida en que la probabilidad subjetiva de una crisis decrece, aun cuando las probabilidades reales permanecen constantes o se incrementan,

los agentes económicos asumen una mayor exposición al riesgo y por tanto acrecientan su vulnerabilidad.

Esta falta de visión se propaga, ya que los sistemas de exposición al riesgo se establecen de forma relativa y dan lugar al comportamiento de rebaño observado en inversores institucionales. Keynes percibía claramente esta situación al afirmar que *un banquero sensato no es aquel que ve el peligro y lo evita, sino aquel que, cuando se arruina, lo hace de una forma convencional entre sus homólogos, de manera que nadie puede realmente recriminarlo* (Keynes, 1931, p. 176).

La segunda razón para que se asignen pocas probabilidades de ocurrencia de un episodio adverso es que la gente tiene altas expectativas irreales de sí misma y de su país. Como escribe Naranjo (1996, p. 8), existe una propensión ubicua, basada en características biológicas humanas, al optimismo infundado.

Otra causa de errores de apreciación ligados a lo anterior, es la disonancia cognoscitiva, es decir, la tendencia a formarse juicios en función de los deseos y a pesar de la evidencia. Desde el punto de vista económico, las personas tienen preferencias por sus expectativas acerca del entorno macroeconómico, disponen de cierto poder para cambiarlas y las elegidas persisten.

Sea cual fuere la causa, esta falta de visión, que algunos autores llaman miopía frente al desastre (Herring, 1998) y otros denominan ilusión colectiva, también afecta al gobierno y a los supervisores del sistema financiero que se relajan precisamente cuando deberían frenar la creciente vulnerabilidad: ellos adolecen del mismo sesgo de percepción que los demás agentes económicos. Algunos factores institucionales pueden reforzar la ilusión colectiva y la toma excesiva de riesgo. Argentina fue

un claro ejemplo de los efectos perversos de la miopía ante el desastre. Es evidente que la crisis en ese país se exacerbó por la existencia de una ilusión colectiva:

la mayoría de los participantes del mercado no tenía un plan contingente en caso de colapso del sistema de convertibilidad, que sin embargo era factible.

VIII

Consideraciones finales

En este trabajo se ha hecho un breve repaso teórico y empírico de los episodios recientes de crisis de balanza de pagos.

En la década de 1980, en respuesta a la evidencia de aquellos años, surgieron los modelos de primera generación, que asociaban las crisis a acciones gubernamentales incompatibles con el régimen cambiario vigente. Sin embargo, las crisis del Sistema Monetario Europeo (1992) y de México (1994) pusieron de relieve otro factor detonante de un ataque especulativo en el mercado de cambios y que podía existir aun con disciplina en las finanzas públicas: se trataba de la generación de expectativas autocumplidas en un entorno de información asimétrica. También mostraron la presencia de un contagio financiero derivado al menos parcialmente del comportamiento gregario de los inversores institucionales. Estos dos elementos constituían el centro de los modelos de segunda generación, que dejaban de lado los equilibrios macroeconómicos del país afectado. No obstante, las peculiaridades de la crisis del sudeste asiático a finales de los años 1990, así como las crisis posteriores en Rusia, Brasil, Turquía y Argentina, sugirieron que había interacción de las variables contempladas en ambos tipos de modelos.

Así surgen los modelos de tercera generación, que rescatan elementos de los primeros modelos, pues en definitiva ante el riesgo moral cualquier deuda del país terminará por ser deuda pública, tarde o temprano incongruente con el régimen cambiario en vigor. Pero también se retoman los modelos de segunda generación al destacar la importancia de las expectativas en el proceso de gestación y propagación de las crisis. De hecho, lo que da vigencia a estos últimos modelos es que son lo suficientemente incluyentes como para incorporar factores relevantes que han ido emergiendo de los episodios de crisis más recientes, como son la interacción entre una fragilidad real y financiera interna, la ocurrencia de una perturbación y la debilidad del marco de regulación y supervisión bancarias, sea en su diseño o en su ejecución. Todo ello en un marco de incertidumbre y de una creciente interacción financiera internacional.

El deterioro de la situación financiera de un país suele anteceder a una crisis de balanza de pagos. Este deterioro deriva de información asimétrica que, frente a redes de seguridad irrestrictas y a supervisión y regulación inadecuadas, crea problemas de selección adversa y de riesgo moral. La vulnerabilidad financiera, y en concreto bancaria, que precede a una crisis del mercado cambiario proviene de la rentabilidad de una toma excesiva de riesgo y de la ilusión colectiva de los agentes económicos. No obstante, el vínculo de causalidad no es unidireccional, ya que el colapso de la moneda a su vez agudiza el deterioro bancario, activando un círculo vicioso. La crisis bancaria ocurre en general tras el derrumbe de la moneda, como resultado de elevados tipos de interés que vuelven a la cartera vigente dudosa o irrecuperable.

Así, en los modelos de crisis de balanza de pagos de última generación se libera al gobierno de la responsabilidad exclusiva de los ataques especulativos, transfiriendo parte de ella a la imprudencia del sector privado en un entorno incierto. Las crisis emanan de una creciente vulnerabilidad del sistema previa a la ocurrencia de una perturbación importante, lo que advierte que la estabilidad del mercado cambiario no está garantizada ni siquiera cuando existe disciplina fiscal y monetaria, implicación que es contraria a los modelos de primera generación. La complejidad de los esquemas internacionales de conformación de las crisis cambiarias hace difícil generalizar y diseñar un modelo único de prevención, pero si en algo ha contribuido la literatura reciente es en dejar claro que las crisis pueden ser causadas por factores de muy diversa índole. Lo que resta por hacer entonces es solo reforzar la regulación y la supervisión, junto con un manejo adecuado de política económica que mantenga la coherencia entre flujos y acervos y con ella la estabilidad en el mercado cambiario.

Si bien la hipótesis planteada de ilusión colectiva es difícil de detectar *ex ante*, pues no puede demostrarse una excesiva exposición al riesgo de perturbaciones de probabilidad desconocida, lo que sí es factible es identificar condiciones que llevan a ella. Estas características

de la formación de expectativas podrían incluirse en los nuevos modelos matemáticos de balanza de pagos con menor o mayor grado de complejidad. En su versión más simple, bastaría con incorporar en la función de formación de expectativas un componente que asignara un factor de actualización intertemporal al último episodio de crisis reportado, sea del país en cuestión y/o del grupo de países que se hallan en la misma categoría para fines de inversión institucional (por ejemplo, en función de la calificación asignada por agencias internacionales). Con ello, la racionalidad teórica se acercaría más a la racionalidad humana, en la cual se observa la existencia de errores de percepción intertemporal.

Sea como fuere, es evidente que para paliar el riesgo de una crisis cambiaria y financiera la liberalización bancaria debe ir acompañada de la construcción simultánea de un sistema adecuado de supervisión y regulación. Aun así, salvo que se avance en la creación de una nueva arquitectura financiera internacional que de hecho encuentra cada vez mayores obstáculos, las economías emergentes seguirán siendo vulnerables al tipo vigente de globalización financiera. Deberían entonces diseñar un conjunto coherente de medidas de prevención que estén a su alcance para estabilizar su economía y protegerla de la volatilidad financiera internacional, pero

sin quedar al margen de la afluencia de capital: una tarea difícil pero indispensable en este nuevo milenio. Lo que las economías emergentes no pueden permitirse es creer que la estabilidad financiera está garantizada y caer de nuevo en una ilusión colectiva que tan caro ha costado en los últimos cincuenta años y que recientemente parece resurgir en varios países de la región. Lo dicho se ve reforzado por la opción de Bretton Woods II y el fenómeno de desacoplamiento (*decoupling*) derivado de la actual crisis de los créditos hipotecarios subóptimos en los Estados Unidos (Russell-Walling, 2008). Se esté o no a favor de que haya desacoplamiento (es decir, de que se establezcan distinciones más finas dentro de las categorías), lo cierto es que este fenómeno se da también entre economías emergentes, las que ahora menos que nunca pueden clasificarse en una sola categoría por la coexistencia de algunas enormemente dinámicas con otras en franco estancamiento. Asia y Europa oriental son las regiones emergentes de mayor dinamismo, América Latina en general presenta indicadores decepcionantes en materia de integración global y crecimiento económico, y varios países africanos han quedado prácticamente marginados de la modernidad. En pocas palabras, la categoría de “país emergente” ya no dice mucho del país al que se le asigna.

Bibliografía

- Agénor, P.R., M. Miller y otros (comps.) (1999), *The Asian Financial Crises. Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Arriazu, R.H. (2003): *Lecciones de la crisis argentina*, Buenos Aires, El Ateneo.
- Bobbio, N., N. Matteucci y G. Pasquino (1998): *Diccionario de política*, México, D.F., Siglo XXI Editores.
- Bustelo, P. (2004): Las crisis financieras en Asia y en Argentina: un análisis comparado, *Información Comercial Española, Revista de economía*, Madrid, Secretaría de Estado de Comercio, julio-agosto.
- Calvo, G., A. Izquierdo y E. Talvi (2002): Sudden Stops. The Real Exchange Rate and Fiscal Sustainability: Argentina's Lessons, documento presentado en el seminario del Banco Interamericano de Desarrollo “The Resurgence of Macro Crisis: Causes and Implications for Latin America”, Washington, D.C.
- Calvo, G. y E. Mendoza (1996): *Mexico's Balance-of-Payments Crisis: a Chronicle of Death Foretold*, International Finance Discussion Papers, N° 545, Washington, D.C., Junta de Gobernadores de la Reserva Federal.
- Caprio, G., D. Klingebiel y otros (2005): Banking Crises Database, en P. Honohan y L. Laeven (comps.), *Systemic Financial Crises*, Nueva York, Cambridge University Press.
- Chudnovsky, D., A. López y G. Pupato (2003): Las recientes crisis sistémicas en países emergentes: las peculiaridades del caso argentino, documento presentado en el Seminario internacional “La Argentina en la economía global” (Buenos Aires, 12 de mayo), organizado por la Fundación CENIT, la Universidad de San Andrés y la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO) en Buenos Aires.
- Cline, W. (1995): *International Debt Reexamined*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Connolly, M. y D. Taylor (1984): The exact timing of the collapse of an exchange rate regime and its impact on the relative price of traded goods, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 16, N° 2, Columbus, Ohio, Ohio State University Press.
- Corsetti, G., P. Presenti y N. Proubissi (1999): The Asian crises: an overview of the empirical evidence and policy debate, en P.R. Agénor, M. Miller y otros (comps.), *The Asian Financial Crises. Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Crespo, J. y T. Slacik (2008): *On the Determinants of Currency Crises: the Role of Model Uncertainty*, Working Papers, N° 2008-03, Innsbruck, Facultad de Economía y Estadísticas, Universidad de Innsbruck.
- De Juan, A. (2005): Basilea II en los sistemas financieros frágiles, *Revista de temas financieros*, vol. 2, N° 1, Lima, Gerencia de Estudios Económicos, Superintendencia de Bancos y Seguros.
- De Rato, R. (2007): *Ten Years After the Asian Currency Crisis: Future Challenges for the Asian Economies and Financial Markets*, discurso pronunciado en Tokio en el Simposio del Banco de Japón, enero.
- Díaz Mier, M.A. y M. Hinarejos (2006): *Lecturas sobre economía financiera internacional e integración económica*, Madrid, Universidad de Alcalá de Henares.

- Eichengreen, B., A. Rose y C. Wyplosz (1994): *Speculative Attacks on Pegged Exchange Rates: an Empirical Explanation with Special Reference to the European Monetary System*, NBER Working Paper, N° 4898, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- (1995): Exchange rate mayhem: the antecedents and aftermath of speculative attacks, *Economic Policy*, vol. 10, N° 21, Oxford, Reino Unido, Blackwell Publishing.
- Edwards, S. (2001): *Does the Current Account Matter?*, NBER Working Paper, N° 8275, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research, mayo.
- Flood, R. y P. Garber (1984): Collapsing exchange rates regimes: some linear examples, *Journal of International Economics*, vol. 17, N° 1-2, Amsterdam, Elsevier, agosto.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (2005): *Comunicado de prensa*, N° 05/132, Washington, D.C., 6 de junio. Disponible en: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2005/pr05132.htm>.
- (2007): Globalización financiera: más allá de la culpabilización, *Finanzas y desarrollo*, vol. 44, N° 1, Washington, D.C., marzo.
- Frenkel, R. (2003): Globalización y crisis financieras en América Latina, *Revista de la CEPAL*, Número especial, LC/G.2204-P/E, Santiago de Chile, agosto..
- Galiani, S., D. Heymann y M. Tommasi (2002): *Missed Expectations: the Argentine Convertibility*, Documento de trabajo, N° 55, Buenos Aires, Universidad de San Andrés, noviembre.
- García, C. e I. Olivie (1999): Modelos teóricos de crisis de tipo de cambio y su aplicación a la crisis de Asia Oriental, documento presentado a la Reunión de Economía Mundial (Huelva, 27 y 28 de mayo), Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Complutense de Madrid.
- Hale, G. y C. Arteta (2007): *Currency Crises and Foreign Credit in Emerging Markets: Credit Crunch or Demand Effect?*, documento de trabajo, N° 2007-02, San Francisco, Federal Reserve Bank of San Francisco, enero.
- Hausmann, R. y A. Velasco (2002): *Hard Money's Soft Underbelly: Understanding the Argentine Crisis*, Cambridge, Massachusetts, Kennedy School of Government, Universidad de Harvard.
- Herring, R. (1998): Banking disasters: causes and preventive measures, lessons derived from de U.S. experience, en G. Caprio, W. Hunter y otros (comps.), *Preventing Bank Crises: Lessons from Recent Global Bank Failures*, Chicago, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Kaminsky, G. y C. Reinhart (1999): The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems, *American Economic Review*, vol. 89, N° 3, Nashville, Tennessee, American Economic Association, junio.
- Keynes, J.M. (1931): *The Consequences to the Banks of the Collapse in Money Values. Essays in Persuasion*, Londres, McMillan.
- Krugman, P. (1979): A model of balance-of-payment crises, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, N° 3, Columbus, Ohio, Ohio State University Press, agosto.
- (1996): Are currency crises self-fulfilling?, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- (1999): *The Return of Depression Economics*, Nueva York, W.W. Norton & Company, Inc.
- Masson, P. (1999): Contagion: monsoonal effects, spillovers and jumps between multiple equilibrium, en C. Mayer y X. Vives (comps.), *Financial Intermediation in the Reconstruction of Europe*, Cambridge, Cambridge University Press.
- McKinnon, R. y H. Pill (1999): Exchange rates regimes for emerging markets: moral hazard and international overborrowing. Disponible en: <http://www.econ.stanford.edu/faculty/work/p/swp99018.pdf>.
- Mussa, M. (2002): *Argentina and the Fund: From Triumph to Tragedy*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Naranjo, M. (1996): *Apuestas de alto riesgo: su importancia para la regulación financiera*, Documento de investigación, N° 9603, México, D.F., Dirección General de Investigación Económica, Banco de México.
- Obstfeld, M. (1986): Rational and self-fulfilling balance-of-payments crises, *American Economic Review*, vol. 76, N° 1, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- (1996): Models of currency crisis with self-fulfilling features, *European Economic Review*, vol. 40, N° 3, Amsterdam, Elsevier.
- Obstfeld, M. y K. Rogoff (1995): The mirage of fixed exchange rates, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 9, N° 4, Nashville, Tennessee, American Economic Association.
- Ocampo, J.A. (2002): Las lecciones de la crisis argentina, *Notas de la CEPAL*, N° 21, Santiago de Chile, marzo.
- Pavón, L. (2001): Crisis, regulación y supervisión bancarias, *Boletín económico de ICE*, N° 2698, Madrid, Secretaría de Estado de Comercio.
- Rubio, L. (1999): *Tres ensayos: FOBAPROA, privatización y TLC*, México, D.F., Ediciones Cal y Arena.
- Russell-Walling, E. (2008): Capital markets: emerging markets remain on track while the European and US markets are suffering. Emerging markets continue on their upward trajectories, indicating that the drivers of world growth have changed, *The Banker*, Londres, febrero.
- Sachs, J. (1986): *The Bolivian Hyperinflation and Stabilization*, NBER Working Paper, N° 2073, Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research.
- Salant, S. y D. Henderson (1978): Market anticipations of government policies and the price of gold, *Journal of Political Economy*, vol. 86, N° 4, Chicago, The University of Chicago Press.
- Sargent, S. y N. Wallace (1981): Some unpleasant monetarist arithmetic, *Quarterly Review*, vol. 5, N° 2, Minneapolis, Federal Reserve Bank of Minneapolis.
- Schenone, O. (2007): Déficit y convertibilidad en Argentina 1991-2001: inconsistencia asimétrica, *Cuadernos de economía*, vol. 40, N° 121, Santiago de Chile, Instituto de Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile.
- Tello, C. (1984): *La nacionalización de la banca en México*, México, D.F., Siglo Veintiuno Editores.
- Tversky, A. y D. Kahneman (1982): Availability: a heuristic for judging frequency and probability, en D. Kahneman, P. Slovic y A. Tversky, *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*, Nueva York, Cambridge University Press.
- Van Wijnbergen, S. (1988): Inflation, balance of payments crises and public sector deficits, en E. Helpman, A. Razin y E. Sadka (comps.), *Economic Effects of the Government Budget*, Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- Welling, N. (2006): Global banking supervision in a changing financial environment, documento presentado en la XIII Conferencia Internacional de Supervisores Bancarios (Mérida, México, octubre).