

20 | Las crisis financieras y externas en América Latina

Roberto Frenkel

Las crisis de los años noventa

En los años noventa varios países latinoamericanos han experimentado crisis externas y financieras con dramáticos efectos reales. Las crisis involucran generalmente altos costos económicos y sociales y retrocesos en el crecimiento. El contagio regional es otro efecto destacable. La crisis en un país repercute negativamente sobre el precio del financiamiento y los flujos de capital de otros países. Este fenómeno tuvo su primera manifestación ostensible en el período con la crisis mexicana de 1994-95. El “efecto tequila” impactó en la región y en otros mercados emergentes y fue detonador de la crisis argentina de 1995. Los efectos de contagio se hicieron más amplios a partir de 1997. La crisis asiática de 1997-98 y la crisis rusa de 1998 tuvieron repercusiones universales y el contagio no sólo afectó a Brasil y Argentina, sino que también a países latinoamericanos en situaciones relativamente más robustas.

Las crisis de México (1994-95), Argentina (1995), Brasil (1998-99) y nuevamente Argentina (2001-02), estallaron en los países que habían recibido los mayores flujos de capital en las fases de auge previas. Estos países son, a su vez, las economías de mayor tamaño de AL 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: 1) el tipo de cambio nominal era fijo o cuasi-fijo; 2) el tipo de cambio real estaba apreciado; 3) no existían prácticamente barreras al libre movimiento de los flujos de capital; 4) los inlfujos de capital del período de auge previo eran de gran magnitud en proporción de los mercados nacionales de dinero y capitales preexistentes; 5) la regulación de los sistemas financieros nacionales en la etapa de auge era débil y permisiva.¹

¹ 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 1996-97. Sin embargo, en Argentina existía un riesgo cambiario sistémico por la dolarización parcial del sistema financiero doméstico. 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 comerciables.



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 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 1995 la economía argentina experimentó otra breve fase expansiva respaldada por un nuevo incremento en el 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 jugaba un papel crucial. México puso en práctica un programa de este tipo en 1988, Argentina en 1991 y Brasil en 1994.

Los experimentos del Cono Sur

Algunas de las tempranas experiencias regionales de inserción financiera internacional de los años setenta – las de Argentina y Chile – anticiparon los modelos que se generalizarían en los años noventa. 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 la reducción de la inflación. Estas experiencias de política resultaron en procesos de apertura y desregulación financiera y comercial que se desarrollaron en contextos de oferta abundante de fondos externos y condiciones de tipo de cambio fijo y apreciado.

En esas experiencias de los años setenta se encuentra la misma conjunción de condiciones locales y auge de los flujos de capital que se observa en los casos críticos de los noventa. Además, los procesos a que dieron lugar los experimentos del Cono Sur son similares a los desarrollos que posteriormente condujeron a las crisis de México, Brasil y Argentina en la etapa más reciente. Aunque la duración de



las experiencias de los setenta 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 1982 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 jugó un rol acelerador. Sin embargo, las experiencias muestran evidencia de un ciclo endógeno, con un punto de inflexión y una posterior fase de contracción que emergen independientemente del de la evolución de la tasa de interés internacional. Este ciclo, como en los casos más recientes, involucra el sistema financiero doméstico, la evolución de las cuentas externas y las reservas y el crecimiento de la deuda.

Hay varias razones que justifican traer a la discusión las experiencias del Cono Sur. Ni el déficit fiscal ni la existencia de garantías públicas sobre los depósitos bancarios - elemento potencialmente generador de "*moral hazard*"- jugaron 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 ser motivo de preocupación mientras no tuviera el déficit fiscal como contraparte – como no lo tenía en Chile entonces. El mismo diagnóstico sostuvo más adelante el FMI con relación a la situación de México en 1994. En ambas oportunidades el fundamento del diagnóstico argumentó que la conducta racional del sector privado garantizaba la asignación eficiente de los recursos tomados en préstamo del exterior y garantizaba su repago.

La crisis de los experimentos de Cono Sur causó un impacto intelectual importante. 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*". 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. Esto es, al final de la aplicación de una secuencia de políticas – las que más tarde configurarían el núcleo del Consenso de Washington – y solamente después que las primeras reformas muestren plenamente sus efectos esperados.

Estas observaciones ponen en evidencia que en la primera mitad de la década de los noventa, 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 (por ejemplo, la Sra. Anne Krueger – Director Gerente del FMI – y el Sr. Sebastián Edwards –ex Economista Jefe para América Latina del Banco Mundial). Tal fue la pérdida de memoria de las crisis que en la interpretación convencional que se asentó después de la crisis de México, ésta habría sido tan sorprendente como un relámpago en un día soleado.

La dinámica cíclica que conduce a la crisis

El punto de partida del ciclo que caracteriza los casos de los años setenta y noventa 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 viable ex – ante los paquetes de políticas.

El lanzamiento de los programas es seguido de masivos ingresos de capital y una primera fase de acumulación de reservas y elevadas tasas de crecimiento de la moneda y el crédito. Hay una fuerte expansión de la demanda doméstica y burbujas de aumentos de precios de activos reales y financieros, tales como tierra, inmuebles y acciones. Los efectos sobre los precios de los activos y los efectos 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. Hay un menú de activos pobre y un grado de bancarización reducido. El sistema financiero local administraba antes pocos recursos y 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 estaba inicialmente 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 comerciables contribuye a la apreciación.

A 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 *stock* de capital extranjero invertido en la economía. Los precios relativos sesgan la inversión real hacia los sectores no comerciables. En consecuencia, en el balance en cuenta corriente, las crecientes rentas 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 portafolio 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 doméstica 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 inducen 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 (en el sentido de Minsky). 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?

Como 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 pautaada 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 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 default - es la principal variable de cuyo aumento resulta la tendencia creciente 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 otro lado, se incrementa la probabilidad de que la deuda emitida no sea honrada en tiempo y forma. El sostenimiento de la regla cambiaria y el servicio regular de las obligaciones externas requieren crecientes ingresos de capital. Por lo tanto, los precios de los riesgos tienden a aumentar.



Altas primas de riesgo y consecuentemente, altas tasas de interés, son necesarias para equilibrar los portafolios 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 de régimen cambiario. En los casos de los años noventa, 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 los años setenta y noventa. Esta diferencia está asociada con las distintas formas que asume el financiamiento externo en uno y otro momento. En los años setenta 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 de los setenta, la prima de riesgo cambiario fue la principal determinante del aumento de la tasa de interés en la segunda fase del ciclo, mientras que la sobretasa de los bancos acreedores jugó un papel poco significativo. Esto puede explicarse por la conducta de los bancos. En tanto cada banco tiene ya colocada una porción de su cartera en activos del país, tiene interés en preservar su calidad y la capacidad de repago 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 los años noventa 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 los años noventa, 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 los setenta. Está más sujeto a contagios y movimientos de manada.