

BRASIL em

desenvolvimento

ciclo de seminários 2003

Salão Pedro Calmon, Palácio Universitário, UFRJ.
Avenida Pasteur 250, Urca, Rio de Janeiro.

Organização



VERSÃO PRELIMINAR



Apoios



Companhia
Vale do Rio Doce

**Banco do
Nordeste**



DEL AUGE DE LOS FLUJOS DE CAPITAL A LAS TRAMPAS FINANCIERAS

Roberto Frenkel
Investigador titular del CEDES
Profesor de la Universidad de Buenos Aires

Introducción

En este trabajo examinamos el comportamiento de los países altamente endeudados desde la perspectiva de sus relaciones con el mercado financiero internacional. En el proceso de globalización algunos países siguieron trayectorias conducentes a situaciones de integración segmentada. La persistencia de altas primas de riesgo país colocan al país en una suerte de trampa financiera, con alta tasa de interés y bajo crecimiento, en una situación muy vulnerable al contagio y otras fuentes de volatilidad y que impone estrechos límites a los grados de libertad de la política económica.

El trabajo sugiere que las políticas aplicadas durante el proceso de globalización financiera explican en buena medida las diferencias en la situación actual de los distintos mercados emergentes.

Aunque las partes más analíticas del trabajo no se refieren específicamente a América Latina (AL), el trabajo considera las experiencias de los mercados emergentes de la región como ejemplos y basamento histórico. Hay dos razones para adoptar este enfoque. En primer lugar, los países de AL participaron de la globalización financiera desde su mismo comienzo, entre fines de los sesenta y principio de los setenta. Por otro lado, los casos más importantes de alto endeudamiento acaecieron en la región.

El trabajo se divide en tres secciones. En la primera se presenta el basamento histórico y se discuten brevemente las políticas aplicadas por los países en los años noventa. En la segunda sección analizamos las relaciones entre el país y el mercado financiero internacional y caracterizamos las trampas financieras. La tercera sección presenta las conclusiones.

1. América Latina en el proceso de globalización financiera.

Los países de AL fueron parte del proceso de globalización financiera desde sus comienzos, entre fines de los años sesenta y principios de los setenta. La globalización financiera envuelve dos procesos complementarios. Uno es la adopción de reformas institucionales y legales que permiten el libre flujo de capitales a través de las fronteras. El otro es el efectivo incremento de los flujos de capital entre países.

La globalización de la región no fue progresiva y continua, ni en su aspecto institucional ni en su lado cuantitativo. El primer auge de flujos de capital hacia las economías en desarrollo tuvo un final abrupto con las crisis financieras y externas, entre 1981 y 1982. Las crisis fueron seguidas por la nacionalización de una gran proporción de las deudas del sector privado, a través de diferentes mecanismos en cada país. Se estableció a continuación un arreglo institucional por el cual la financiación externa de cada país debía negociarse simultáneamente con los acreedores internacionales y el FMI. Durante el resto de los años ochenta la región estuvo sometida a un régimen caracterizado por dos rasgos estilizados: (i) el financiamiento externo estaba racionado y; (ii) las negociaciones con los acreedores y las agencias multilaterales imponían generalmente transferencias netas al exterior de magnitud macroeconómica significativa. En este período fueron revertidas algunas de las medidas de liberalización del mercado de capitales adoptadas previamente. Esta reversión temporal de la apertura y liberalización financiera fue principalmente motivada por la necesidad de poner bajo control las tendencias explosivas generadas por las crisis.

Hay otros aspectos de la primera etapa de la globalización regional que merecen ser subrayados. En la región se ensayaron las primeras experiencias de apertura comercial y financiera completas. Argentina, Chile y Uruguay aplicaron paquetes de políticas similares – los llamados “experimentos de liberalización del Cono Sur” – en el último cuarto de los años setenta [Frenkel (2002)]. Todos ellos finalizaron en crisis financieras y cambiarias, default de las deudas y profundas recesiones. Por otro lado, las crisis de AL mostraron los primeros episodios de contagio regional. Por ejemplo, el financiamiento voluntario desapareció para Colombia, forzando al país a la renegociación de su deuda, pese a que Colombia ostentaba indicadores de endeudamiento relativamente reducidos y no mostraba problemas de sostenibilidad.

La región no se desvinculó del proceso de globalización en los años ochenta. Aunque resultaba prácticamente imposible conseguir financiamiento voluntario, los países de la región mantuvieron estrechas relaciones con el sistema internacional a través de la negociación del servicio de la deuda contraída previamente. Cuando varias de las economías regionales, particularmente las mayores, entraron en los años noventa a un nuevo período de auge financiero, lo hicieron con la carga de una gran deuda externa, heredada de la temprana experiencia de globalización y del desastre a que ésta condujo.

La región se reinsertó en el proceso a principios de los noventa y experimentó un nuevo auge de flujos de capital que se encaminó a un “sudden stop” [Calvo (1998)] con las crisis mexicana en 1994-95. En esta oportunidad el período de retracción del financiamiento fue corto. Los inlfujos de capital se recuperaron desde 1996 con un peso mayor de la inversión extranjera directa. El comportamiento cíclico no se repitió después de la contracción detonada por las crisis asiática y rusa.

Muchos participantes vieron el primer auge de los años 1990 como la etapa inicial de largo período de crecimiento de los flujos de capital a los mercados emergentes, como resultado de un continuo proceso de profundización financiera a escala mundial. Esta era la visión predominante en los organismos financieros multilaterales y en algunos gobiernos. Era compartida por muchos inversores e intermediarios financieros internacionales. Se pensaba que el sistema tendería sin interrupciones a la integración completa de los mercados emergentes en un mercado global. La posibilidad de crisis era simplemente descartada. La posibilidad de comportamientos de manada por parte de los inversores internacionales no era siquiera considerada. Los analistas de mercados financieros estaban familiarizados con estos fenómenos, pero conceptos como “contagio” y “sudden stop” nacieron y fueron aplicados al mercado internacional recién después de la crisis de México [Krugman (1997)].

La amplitud del primer auge de los años 90 estuvo relacionada con esta subestimación de riesgos por parte de los inversores, que alentó la intensidad de los flujos de capital. Fue una burbuja liderada por los activos de México. La crisis de México reveló los riesgos y mostró la volatilidad de los flujos de capital. Pero también expuso la posibilidad y efectividad de una intervención pública internacional de escala inédita. Los paquetes de rescate permitieron que México y otros países afectados – principalmente Argentina – cumplieran todos sus compromisos financieros. Esto sentó las bases para un nuevo auge, que se extendió hasta la crisis asiática.

Después de las crisis de Asia, Rusia y Brasil se instaló la idea de que el proceso de integración financiera internacional seguía una trayectoria cíclica. Consecuentemente, se esperaba una nueva fase de auge. Por ejemplo, esta era la creencia de las autoridades económicas que asumieron el gobierno de Argentina a fines de 1999. La perspectiva optimista estaba alentada por la efectividad que habían mostrado los paquetes rescate para evitar el default en la mayoría de los casos. Y también por la naturaleza relativamente benigna que había tenido la crisis de Brasil.

Sin embargo, otros datos indicaban que el proceso había tomado una dirección diferente. Primero, el volumen de los flujos netos de capital no se recuperó de los bajos niveles registrados en 1998. Segundo, las primas de riesgo permanecieron sistemáticamente altas para algunos países de peso importante en el promedio de los mercados emergentes, por arriba de un piso que duplicaba las magnitudes de las primas observadas en los períodos de auge previos.

La dinámica de los precios también mostraba aspectos novedosos. Las primas de riesgo y los flujos privados de capital oscilaban al ritmo de nuevas formas de contagio. Pueden citarse los efectos del colapso de los precios de las componentes del NASDAQ y de los aumentos de precios del petróleo (por ejemplo, la prima de riesgo de México aumentó junto con el resto de las primas de los emergentes pese a que ese país es un exportador de petróleo.)

La reducción en los flujos de capital y las innovaciones en su dinámica aparecieron asociadas con otros cambios de significación, que modificaron sustancialmente el contexto que había prevalecido en los años 90. Simultáneamente tuvo fin el largo período de crecimiento de la economía de los Estados Unidos. El colapso de la

burbuja de las acciones tecnológicas provocó un importante efecto riqueza negativo. Esa burbuja había crecido en paralelo con el auge de los mercados emergentes y ambos tipo de activos representaban el nuevo conjunto de oportunidades de inversión de alto rendimiento. La retracción en la demanda de activos de los mercados emergentes resultante de las expectativas de ingresos reducidas y de las pérdidas causadas por la caída de precio de las acciones se vio potenciada por una mayor incertidumbre.

Del lado de la oferta, los activos emitidos por los mercados emergentes regionales habían perdido el atractivo que mostraban en los primeros años noventa. Las cuentas externas de estos países y la capacidad de pago de sus obligaciones externas fueron cambiando a lo largo de la década, en buena medida como resultado del propio proceso de globalización. La contrapartida de los flujos netos de capital es el incremento del capital extranjero y de las deudas externas privada y pública. Esto se refleja en la cuenta corriente del balance de pagos como un continuo crecimiento del ingreso de factores del exterior. En algunos casos relevantes, el crecimiento de la cuenta de ingresos del capital no fue contrapesado por un crecimiento de las exportaciones netas, lo cual generó déficit estructural en la cuenta corriente. Gran parte del problema que confrontan estos países deviene precisamente de esta inconsistencia entre las posiciones financiera y comercial con relación al resto del mundo.

A fines de los noventa, confrontados con una retracción en la oferta de fondos del exterior, los países altamente endeudados desesperaban por la refinanciación de sus vencimientos de capital y por financiamiento adicional para cubrir déficits de cuenta corriente determinados principalmente por los servicios del capital (intereses y utilidades.) En 2001 esta situación involucraba a países como Argentina y Brasil, que dan cuenta de un importante porcentaje de la deuda de América Latina y de la deuda total de los emergentes. A fines de 2002 Argentina había entrado en default y Brasil tenía en mercado cerrado para nuevas colocaciones¹.

Antes de entrar al tema principal del trabajo consideramos brevemente los orígenes de las diferencias en la situación actual de los principales países de mercado emergente de América Latina.

La importancia de las políticas locales durante los períodos de auge de los flujos de capital.

En contraste con Argentina y Brasil, otros emergentes latinoamericanos muestran posiciones más robustas. Las diferencias en su posición actual resultan principalmente de las distintas trayectorias de integración internacional seguidas por los países en los años noventa. En este punto queremos subrayar el papel que jugaron las políticas locales aplicadas durante dicha década.

El análisis comparado de las experiencias encuentra diferencias significativas, tanto en las características de las medidas de liberalización de la cuenta de capital como en el volumen y composición de los flujos de capital. Aunque fueron participantes del

¹ En abril de 2003 se reabrió el mercado para la colocación de bonos brasileños. El gobierno colocó mil millones de dólares de nueva deuda a una tasa de 10.7%.

mismo proceso de globalización, los países siguieron diferentes trayectorias de integración comercial y financiera.

Las trayectorias que condujeron a situaciones de alto endeudamiento y mayor vulnerabilidad se caracterizan por una desregulación completa de la cuenta de capital, tipos de cambio fijo o cuasi fijo y un papel pasivo de la política monetaria. Los ejemplos de estas trayectorias son: Argentina a lo largo de todos los años noventa, Brasil en el período 1994-98 y México hasta 1995.

Del otro lado, en las trayectorias que dieron lugar a las situaciones más robustas se encuentra algún tipo de regulación de la cuenta de capital, coordinada con políticas monetarias y cambiarias más activas. Chile y Colombia en la primera mitad de los años noventa son ejemplos de este tipo de trayectoria².

Las decisiones con relación a la cuenta de capital – esto es, la existencia de regulaciones o la desregulación completa – no fueron en ningún caso medidas aisladas, sino aspectos complementarios de distintas estrategias de política. En los casos en los cuales se aplicaron regulaciones, éstas apuntaban a permitir o reforzar políticas monetarias y cambiarias enfocadas en el crecimiento y la estabilidad de precios sin perder de vista el tipo de cambio real. Chile y Colombia adoptaron inicialmente políticas cambiarias de bandas móviles, procuraron regular los flujos de capital mediante la imposición de cuasi tributos diferenciados por tipo de flujo – que implicaban la necesidad de preservar algún control del mercado de cambios – y aplicaron políticas de esterilización. Por otro lado, en los casos en los cuales la cuenta de capital fue totalmente desregulada, la política económica estaba orientada a la integración completa con el sistema financiero internacional y los flujos de capital constituían un componente esencial de esas políticas.

Chile y Colombia, por un lado, y Argentina y Brasil, por el otro, son ejemplos de trayectorias diferentes de integración correlacionadas con diferentes estrategias de política. La experiencia de México en los años noventa comprende ambos tipos de trayectoria. Su experiencia en la primera mitad de los noventa se ubica sin duda en el segundo grupo, tanto con relación a las políticas como respecto al comportamiento de la economía. En cambio, en la segunda mitad de los noventa el país siguió una trayectoria diferente, con tasas de crecimiento relativamente altas y un importante incremento en las exportaciones de manufacturas, que condujeron a la economía a una posición comparativamente más robusta al final de la década. Podríamos agrupar la experiencia de México en la segunda mitad de los noventa con los casos de Chile y Colombia, mientras que México en la primera mitad se agruparía con los casos de Argentina y Brasil.

² Las diferencias en las estrategias de política están relacionadas con las diferentes prioridades que imponían las situaciones macroeconómicas a finales de los años ochenta. Argentina, Brasil y México debían controlar la inflación y recuperar el crecimiento, después de un prolongado período de alta inflación y estancamiento. En cambio, en Chile y Colombia la inflación estaba bajo control y ambas economías venían creciendo a tasas relativamente altas. [Damill, Fanelli, Frenkel y Rozenwurcel (1993); Frenkel (1995)]

Esa clasificación de experiencias y políticas destaca el papel del tipo de cambio real como determinante crucial de las diferencias entre los dos grupos³. Esto es así porque el único cambio importante en la estrategia de política instrumentado por México después de su crisis fue la adopción de un régimen cambiario de flotación, que llevó a una devaluación significativa del tipo de cambio real en los siguientes tres años (no en toda la segunda mitad de la década.) Esto no implica atribuir al tipo de cambio depreciado todas las mejoras mostradas por México en la segunda mitad de los noventa. Obviamente, el NAFTA y el largo período de crecimiento de la economía de los Estados Unidos han tenido papeles importantes. ¿Habría podido México aprovechar el NAFTA y el crecimiento de Estados Unidos en caso de haber persistido con el régimen de política previo? De hecho, la crisis hizo imposible esa persistencia, pero puede imaginarse que hubiera resultado muy difícil para México revertir las bajas tasas de crecimiento y el alto déficit comercial en esa circunstancia.

2. Las trampas financieras

La posición internacional de los países de mercado emergente.

Las evoluciones de los flujos de comercio y de los compromisos financieros describen las diferentes trayectorias de integración internacional. Las evoluciones del comercio y de los lazos financieros son aspectos importantes de los senderos de desarrollo de los países. Estos son procesos históricos caracterizados por hysteresis, en los cuales las condiciones vigentes en cada momento dependen del curso anterior de los acontecimientos. Por ejemplo, los compromisos financieros resultantes de la trayectoria pasada pueden imponer pesadas restricciones sobre el comportamiento actual y la evolución futura de la economía. Ciertas trayectorias pueden conducir la economía a un camino sin salida, por ejemplo, una trampa financiera de bajo crecimiento y alta vulnerabilidad.

El stock de deuda externa y la proporción de capital local poseída por extranjeros son los indicadores básicos de la evolución de los compromisos financieros externos. Ambos resultan de flujos de capital del exterior que toman la forma de contratos de deuda o inversión extranjera directa (incluímos la inversión de portafolio en esta categoría, para simplificar la discusión.)

Los pagos de los compromisos internacionales comerciales y financieros son generalmente contratados y realizados en moneda internacional. Por otro lado, ningún país de mercado emergente emite moneda internacional. Consecuentemente, sus compromisos financieros están generalmente denominados en moneda extranjera. Este punto merece subrayarse. Se verifica con independencia de qué moneda se usa localmente para realizar pagos o denominar los contratos. La observación es válida aún en el caso de una economía dolarizada, como Panamá.

³ En comparación con el tipo de cambio real medio de la segunda mitad de los años ochenta, en el período 1991-94 Chile y Colombia apreciaron sus monedas significativamente menos que Argentina y México. [Frenkel (1995)]

La trayectoria de integración internacional tiene un reflejo en la evolución de la estructura del balance de pagos. En el proceso de globalización, la acumulación de compromisos de deuda y de inversión extranjera directa implica un déficit creciente en la cuenta de servicios del capital (intereses y utilidades) de la cuenta corriente. En paralelo, la evolución de los resultados de la cuenta comercial es consecuencia de la trayectoria de integración comercial, que transcurre con relativa independencia – sin coordinación – del proceso de integración financiera⁴. Más aún, el mal manejo de un auge en los flujos de capital, como fue mencionado arriba, puede deteriorar significativamente los resultados comerciales, a través de sus efectos sobre los precios relativos y los incentivos. Por otro lado, el volumen y estructura de la deuda externa determinan las magnitudes de los compromisos de pagos de amortización de capital.

La suma de los pagos de amortización de capital más el resultado de la cuenta corriente definen la “necesidad de financiamiento”; esto es, el monto de liquidez en moneda internacional necesario para atender los pagos en un cierto período, por ejemplo, un año.

Además de sus propias reservas, un país puede obtener la moneda internacional necesaria para atender sus compromisos financieros de cuatro fuentes: 1) el superávit comercial; 2) la transferencia de propiedad de activos domésticos existentes; 3) nueva inversión financiada por extranjeros; y 4) nueva deuda externa. Las últimas tres categorías implican nuevos in-flujos de capital.

El concepto “necesidad de financiamiento” apunta, por una lado, a cuantificar el monto de los nuevos flujos de capital necesarios para atender los pagos internacionales, bajo las condiciones actuales de los flujos de comercio y el régimen de política y con reservas estables. Por otro lado, la “necesidad de financiamiento” también mide el ajuste que deberían experimentar las reservas y/o el balance comercial en caso que no hubiera nuevos flujos de capital.

En el mundo real no hay mecanismos capaces de coordinar en toda circunstancia la miríada de decisiones involucradas en las transacciones mencionadas arriba, de modo de asegurar la capacidad del país de atender sus compromisos financieros.

A priori, la tasa de interés y el tipo de cambio serían los candidatos a jugar ese papel coordinador, como precios flexibles capaces de equilibrar la demanda y oferta de moneda internacional. El papel de la primera variable es limitado, porque la experiencia y la teoría [Stiglitz and Weiss (1981), Jaffe and Stiglitz (1990)] muestran que el mercado financiero internacional puede ocasionalmente racionar la oferta de fondos, precisamente cuando la tasa de interés alcanza cierto nivel (alto.) Por otro lado, dada la restricción de nuevo financiamiento, un

⁴ En la literatura de la *mainstream* de los años ochenta esto se veía como un problema relacionado con la secuencia de reformas estructurales. [McKinnon (1991), Fanelli and Frenkel (1993)]

ajuste basado exclusivamente en el tipo de cambio puede ser imposible o intolerable.

En otras palabras, los flujos de capital pueden experimentar sudden stops. En estos casos, el cumplimiento de los compromisos financieros internacionales requeriría un ajuste en el balance comercial y/o en el nivel de reservas. Las reservas pueden ser insuficientes, o una contracción significativa de las mismas puede detonar un ataque especulativo. El aumento del saldo de balance comercial mediante la depreciación del tipo de cambio puede tener un límite superior, porque las exportaciones no pueden expandirse lo suficiente, o porque las importaciones no pueden contraerse más allá de cierto punto sin afectar la capacidad de producción de exportables. Además, la contracción del consumo y/o la inversión podría también afectar la producción de bienes exportables, o resultar socialmente intolerable. Aún en el caso en que no se encuentren restricciones operativas del lado real, el ajuste necesario del balance comercial puede no ser viable por otras razones. Una gran devaluación nominal tiene un efecto patrimonial negativo sobre las empresas endeudadas y sobre el balance de los bancos y consecuentemente, tiende a desestabilizar el sistema financiero. La crisis financiera tendría un impacto autodestructivo sobre la capacidad de atender los pagos internacionales, que es el objetivo procurado por la devaluación.

Si no hay suficiente disponibilidad de moneda internacional para atender los compromisos del país, algunos de los contratos tienen que ser incumplidos. Esto puede ocurrir con independencia de la situación financiera particular del agente local involucrado en el contrato internacional. Por ejemplo, una empresa puede estar en condiciones de realizar un pago de intereses a la tasa de cambio vigente, pero el gobierno puede suspender la convertibilidad para transacciones financieras. El gobierno puede recurrir a la suspensión de la convertibilidad para evitar el agotamiento de las reservas – en el caso de un régimen de tipo de cambio fijo. O para atenuar la devaluación nominal y la consiguiente aceleración de la inflación – en el caso de un régimen de tipo de cambio flotante.

En consecuencia, los contratos que involucran a países en desarrollo casi siempre conllevan un riesgo-país específico de default. Este riesgo deriva de la potencial incapacidad del país de cumplir sus obligaciones en moneda extranjera. Refleja la posible indisponibilidad de moneda internacional del país, como un agregado.

Las consideraciones de solvencia no son de gran utilidad para evaluar el riesgo-país de default. El concepto de sostenibilidad es más relevante. En este contexto, la sostenibilidad connota la capacidad del país de cumplir sus obligaciones financieras, tal como están escritas en los contratos. La sostenibilidad de la deuda externa significa que no cabe esperar dificultades para que los contratos se cumplan en tiempo y forma. Obviamente, esto no es garantía de su cumplimiento. Como otros conceptos financieros, la

sostenibilidad es un juicio sobre hechos futuros inciertos, basado en información presente y conjeturas probables.

Para evaluar el riesgo de default de un determinado país, el inversor internacional debe evaluar conjuntamente las perspectivas de los flujos de capitales y la capacidad del país de instrumentar los ajustes necesarios en el balance comercial y las reservas. Obviamente, las posibilidades están relacionadas con las magnitudes involucradas. Por ejemplo, los indicadores usuales comparan la necesidad de financiamiento (o algunas componentes de la misma, como el déficit en cuenta corriente o intereses más amortizaciones) con el monto de deuda externa, las reservas, las exportaciones y el producto. El primer indicador se enfoca en los márgenes de absorción de nueva deuda por parte del mercado. El segundo apunta a la liquidez disponible y a estimar el período durante el cual el país podría mantener al día sus pagos sin nuevos flujos de capital. Los indicadores tercero y cuarto procuran estimar el tamaño relativo del ajuste en el balance comercial, como elemento esencial de las consideraciones de viabilidad del mismo. Otros insumos usuales de la evaluación son la situación del sistema financiero y la situación específica de algunos agentes o deudores importantes, como, por ejemplo, el sector público.

Una evaluación completa del riesgo no puede basarse exclusivamente en información sobre las condiciones locales, cualquiera sea el grado de detalle de la información y la sofisticación de los modelos utilizados para evaluarla. Aún los componentes cuantitativos del análisis de sostenibilidad dependen del comportamiento del mercado internacional. Las tasas de interés actuales y esperadas y la prima de riesgo-país constituyen información imprescindible para proyectar la evolución de la carga de deuda y la necesidad de financiamiento futuras. El monto de deuda nueva que debería ser emitida para satisfacer la necesidad de financiamiento depende de la prima de riesgo-país. Una prima más alta implica que debe colocarse un mayor volumen de deuda, para obtener determinado monto de moneda internacional. Esta es una de las vías por las cuales el análisis de sostenibilidad depende del comportamiento del mercado. Por ejemplo, un incremento en la prima de riesgo-país originado en un efecto de contagio puede alterar sustancialmente las evaluaciones de la sostenibilidad de la deuda externa.

Dado que las perspectivas de los flujos de capitales y de la prima de riesgo son componentes esenciales de la evaluación de la sostenibilidad, cada inversor debe conjeturar el comportamiento del resto del mercado. Consecuentemente, pueden presentarse equilibrios múltiples y profecías autocumplidas, como en gran parte de los mercados financieros. Sin embargo, más allá de esta observación general, es posible precisar mejor diversas situaciones.

Las situaciones más robustas

Si los indicadores cuantitativos mencionados arriba son relativamente bajos y existe suficiente flexibilidad del tipo de cambio nominal y real para llevar

adelante el ajuste eventualmente necesario sin afrontar grandes perturbaciones, los indicadores fundamentales de la evaluación señalarán un bajo riesgo de default. Por lo mismo, la evaluación de riesgo de cada inversor no depende en gran medida del comportamiento del resto del mercado. En este caso, los indicadores fundamentales constituyen los elementos principales de la evaluación de riesgo. Cada inversor puede asumir que el mercado satisfará sin dificultades la necesidad de financiamiento y que si esto no ocurriera, se producirían los ajustes necesarios. Consecuentemente, el riesgo de default es bajo.

En las condiciones mencionadas, los indicadores fundamentales de riesgo bajo coordinan un “equilibrio bueno.” Este equilibrio parece robusto, pero no siempre es así. La experiencia muestra que un contagio, aún sin afectar en forma importante los indicadores fundamentales, puede originar una reducción significativa de los flujos de capital y forzar al país a grandes ajustes. Sin embargo, el país puede sobrellevar esos ajustes y evitar el default. Esto no descarta que se produzcan impactos negativos sobre el crecimiento y el empleo. La volatilidad de los flujos de capital impone altos costos económicos y sociales también en los casos relativamente más robustos, como en otros [Stiglitz(2000)]. Pero aquí queremos enfatizar los aspectos financieros. Aún cuando no existe garantía de la robustez de este “equilibrio bueno”, la situación es más robusta que en los casos de alto endeudamiento. Entre el conjunto de países latinoamericanos considerado arriba, la descripción corresponde a las posiciones internacionales de Chile, México y Colombia.

Las situaciones más frágiles

Examinamos ahora el caso de un país cuyos indicadores fundamentales muestran un riesgo relativamente alto. La necesidad de financiamiento es relativamente alta y hay menos espacio para llevar adelante ajustes sin generar grandes perturbaciones. En este caso, la evaluación del riesgo de default de un inversor depende fuertemente del comportamiento del resto del mercado. Para exponer este punto más claramente es conveniente considerar las posibilidades de manejo por parte del país de los distintos componentes de la necesidad de financiamiento: el déficit comercial, la remisión de utilidades del capital extranjero, y el agregado de pagos de intereses y amortizaciones. La clasificación apunta a diferenciar esos componentes de acuerdo a las posibilidades de manejo de los mismos por parte del gobierno y también de acuerdo a su elasticidad con respecto a variables domésticas.

El saldo del balance comercial es el componente más manejable y elástico. El país puede devaluar – con las salvedades mencionadas arriba – o aplicar otras medidas para reducir el déficit comercial o generar superávit.

En segundo lugar en la escala se ubican las remesas de utilidades. La devaluación reduce el valor en moneda internacional de las utilidades del capital extranjero en las actividades no comerciadas. Además, el gobierno puede incentivar la reinversión de utilidades de las firmas extranjeras, negociar

con ellas una suspensión de remesas o directamente imponer restricciones. En cualquiera de estas alternativas, este componente de la necesidad de financiamiento se financiaría con inversión extranjera directa, sin afectar la liquidez en moneda internacional del país.

Finalmente, el componente de servicios y amortizaciones de la deuda está mayormente fuera del alcance de las políticas del gobierno. Esto es particularmente así en la actualidad porque gran parte de la deuda ha sido colocada a través de bonos y papeles comerciales, que son transados en mercados secundarios y se encuentran en posesión de numerosos agentes. (En este aspecto la deuda con bancos es más manejable, porque los bancos están más inclinados a renegociar individualmente sus contratos de crédito cuando se prevén dificultades en el servicio)⁵. Los compromisos de servicio y amortización de la deuda deben ser cumplidos o se incurre en default⁶. Es este aspecto, la carga de la deuda es una porción inercial de la necesidad de financiamiento porque está completamente determinada por contratos suscritos en el pasado.

La composición de las necesidades de financiamiento actual y futuras informan acerca de los montos que inevitablemente deberían financiarse con nuevo endeudamiento en el mercado internacional, aún después de haberse aplicado todas las medidas correctivas y haberse realizado todos los ajustes viables.

Cuando la carga de la deuda da cuenta de una gran proporción de las necesidades de financiamientos actuales y proyectadas, los efectos de las políticas locales de ajuste sobre las necesidades de financiamiento son relativamente pequeños. En consecuencia, las evaluaciones de sostenibilidad que realizan los agentes en estas situaciones dependen mayormente de conjeturas acerca del comportamiento del resto del mercado (incluyendo, para ser más realista, el comportamiento del FMI y las otras agencias multilaterales.)

La sostenibilidad es entonces una profecía autocumplida de la opinión predominante en el mercado. La opinión predominante puede cambiar rápidamente de sostenible a insostenible. El cambio puede ser inducido por variaciones relativamente pequeñas en la prima de riesgo país, las perspectivas del comercio u otras noticias que afecten los indicadores fundamentales. O el cambio puede ser causado por noticias locales o internacionales menos relacionadas con los indicadores fundamentales. La condición suficiente para que esto ocurra es una opinión convencional compartida por la mayoría de los participantes. Consecuentemente, la sostenibilidad es más vulnerable a efectos de contagio u otras fuentes de volatilidad, locales o internacionales.

⁵ Por ejemplo, la moratoria de la deuda de corto plazo negociada en la crisis por el gobierno de Corea habría sido prácticamente imposible si las obligaciones hubieran sido servicios de bonos en lugar de deuda bancaria.

⁶ Hay otra alternativa: los tenedores de bonos pueden acordar un canje de bonos dirigido a reducir la necesidad de liquidez y evitar el default formal. Aquí asimilamos esta posibilidad con el default a los fines de esta discusión.

Las restricciones sobre las políticas

La valuación de los activos emitidos por un país que se encuentra en la situación descrita es un ejemplo nítido del concurso de belleza citado por Keynes. ¿Qué puede hacer el país para que sus activos luzcan más bellos? Como fue señalado, las políticas económicas tienen poco espacio para mejorar los indicadores fundamentales. Pero esto no significa que sean irrelevantes. Son relevantes, pero no a causa de sus efectos sobre los indicadores fundamentales, sino como señales al mercado internacional [Rodrik(2000)]. Estas señales deben hacer que el país se vea más bello a los ojos del criterio de belleza promedio del mercado. Procuran convencer a los inversores internacionales de que la opinión media será influenciada favorablemente. Consecuentemente, las señales tienen que estar en armonía con las convenciones más generalizadas entre los participantes del mercado. Por ejemplo, si la mayoría de los jugadores cree que un acuerdo con el FMI influirá favorablemente la opinión media del mercado, entonces el acuerdo tendrá un poderoso papel coordinador. Las medidas de austeridad fiscal son señales valiosas si, como efectivamente ocurre, las convenciones generalizadas las valúan siempre positivamente, aún cuando un análisis independiente pueda mostrar que tienden a deteriorar los indicadores fundamentales de sostenibilidad. Más adelante discutimos las cuestiones fiscales con mayor detalle.

El país pierde los grados de libertad de sus políticas. El financiamiento externo ocupa el lugar central de las relaciones con el resto del mundo. También se convierte en el foco principal de las políticas gubernamentales, porque es el objetivo más urgente e importante. El default sería seguido por la crisis financiera y cambiaría (o un estallido de inflación en un contexto de flotación.) Más aún, la crisis sería detonada por la anticipación del default. La crisis impondría en cualquier caso un alto costo político. Consecuentemente, el gobierno percibe la pérdida de financiamiento internacional como la mayor amenaza que enfrenta.

Las señales al mercado pueden producir impactos sociales negativos y ser políticamente conflictivas, y usualmente lo son. O pueden tener un efecto negativo sobre el comportamiento de la economía. La experiencia muestra que los gobiernos eligen confrontar conflictos sociales y políticos locales y arriesgar un empeoramiento del funcionamiento de la economía, para dar prioridad a la emisión de señales al mercado. Los gobiernos siempre prefieren ganar tiempo. El default es una amenaza tangible y la crisis fácilmente predecible, mientras que los efectos locales de las señales son más inciertos, toman más tiempo para emerger o, simplemente, son comparativamente de menor costo en el corto plazo.

La tasa de interés real y la prima de riesgo país

La pérdida de los grados de libertad de las políticas es uno de los elementos que conforman la trampa financiera. El otro lado de la trampa resulta de la alta

tasa de interés real que debe soportar el país altamente endeudado. La alta tasa de interés es una resultante del funcionamiento del mercado financiero abierto en una situación de alta prima de riesgo país. La suma de la tasa de interés internacional más la prima de riesgo país establece un piso de la tasa de interés real local. Como ejemplo consideramos a continuación la determinación de la tasa de interés activa bancaria. Algo de álgebra simple es útil para presentar la cuestión.

La cotización en el mercado de los bonos emitidos por el país determina su tasa de rendimiento i . Supongamos que se trata de bonos soberanos, para simplificar. Convencionalmente, este rendimiento puede descomponerse en dos términos:

$$i = r^* + k \quad (1)$$

En la expresión (1) r^* es el rendimiento de un bono de Tesoro de Estados Unidos del mismo plazo y k es la prima de riesgo país.

Cabe subrayar en primer lugar que i es el costo de oportunidad de cualquier inversión extranjera, en la medida que el activo en cuestión, real o financiero, está sujeto al riesgo país. En consecuencia, el costo del crédito internacional a bancos u otros agentes locales debería ser mayor o igual a i . Para facilitar la presentación de la determinación de la tasa de interés real, pero sin perder generalidad, suponemos que el sistema financiero está parcialmente dolarizado. Esto significa que los bancos tienen activos y pasivos denominados en dólares junto a activos y pasivos denominados en moneda local (pesos.) Como los bancos locales pueden adquirir bonos del país que rinden i , éste es el costo de oportunidad del crédito local en dólares. Consecuentemente, esta tasa determina un piso para la tasa local en dólares, aunque el crédito no se haya fondeado en el mercado internacional. La tasa de interés local en dólares debe ser mayor o igual a i .

Para determinar la tasa en pesos los bancos deben tomar en cuenta la tendencia esperada del tipo de cambio:

$$j = i + E(e) + \pi \quad (2) \quad \pi > 0$$

En la expresión (2) j es la tasa de interés nominal en pesos, $E(e)$ es la tasa esperada de devaluación nominal y π representa la prima de riesgo cambiario. Sean p y p^* las tasas de inflación local e internacional, respectivamente. Posemos restar p de ambos miembros de (2) y sumar y restar p^* en el segundo miembro.

$$j - p = (i - p^*) + [E(e) - p + p^*] + \pi \quad (3)$$

En (3) $j - p$ es la tasa de interés real en pesos y $E(e) - p + p^*$ es la tasa esperada de devaluación real.

Con la expresión (3) es fácil ver que la tasa de interés real debe ser mayor o igual a $i - p^*$ (la tasa real internacional), excepto en el caso de una tendencia esperada a la apreciación real de magnitud suficiente como para compensar la prima de riesgo cambiario π . Este caso puede descartarse, porque una tendencia esperada a la apreciación no parece consistente con una situación de alta prima de riesgo. Consecuentemente,

$$j - p \geq i - p^* = r^* - p^* + k \quad (4)$$

La expresión (4) indica que la tasa de interés real internacional más la prima de riesgo país establecen generalmente un piso a la tasa activa real local.

Más arriba hemos observado los efectos acumulativos negativos que generan altas tasa de riesgo país sobre la dinámica de la deuda externa, la evolución de las necesidades de financiamiento y la sostenibilidad. Aquí subrayamos sus efectos locales. Persistentemente altas tasas de interés reales inhiben el crecimiento y tienden a incrementar la fragilidad del sistema financiero local. Las bajas tasas de crecimiento, o una tendencia contractiva, sumadas a una creciente fragilidad del sistema financiero contribuyen por su lado a deteriorar adicionalmente la sostenibilidad. Una vez que el país cae en la trampa financiera, las propias fuerzas de mercado conducen la economía a bajas tasas de crecimiento o recesión y creciente fragilidad financiera local. En conjunto con la fragilidad financiera externa, estas tendencias contribuyen a hacer más probable la crisis.⁷

En efecto, la mayoría de las situaciones de alto riesgo desembocó en crisis financieras y externas. La experiencia muestra también que situaciones de altas primas de riesgo país pueden perdurar por años. Argentina en el período 1998-2001 es un claro ejemplo al respecto. Argentina constituía un caso de muy rígido compromiso de tipo de cambio fijo – una caja de conversión (*currency board*) sancionada por ley. ¿Es la existencia de un régimen de tipo de cambio fijo una condición necesaria para la configuración de trampas de financiamiento? La situación de Brasil sugiere una respuesta negativa. En el período de apertura financiera, Brasil experimentó bajo crecimiento y altas primas de riesgo país desde 1998. El caso muestra que los países pueden quedar atrapados en trampas financieras aún después de haber experimentado y superado una crisis cambiaria y haber adoptado un régimen de flotación. Constituye un ejemplo claro de *hysteresis*. Brasil corrigió en 1999 varias características de su estrategia de política previa. Pero no fue suficiente, porque el país no pudo desembarazarse de los pesados compromisos financieros heredados de su trayectoria anterior. La prima de riesgo país y la tasa de interés siguieron altas y el país no pudo encontrar una salida de la trampa de financiamiento.

Las señales fiscales

Ya hemos comentado que las señales de austeridad son altamente valoradas por la opinión promedio del mercado financiero. Por otro lado, la generación de superávit primario también ocupa un lugar importante en los paquetes de política promovidos por el FMI, tanto en los dirigidos a prevenir una crisis como en los programas posteriores a las crisis.

⁷ En otros trabajos hemos analizado y modelado la dinámica macroeconómica generada por los ingresos de capital en un contexto de tipo de cambio fijo. Hay un ciclo con una primera fase expansiva, con tasa de interés relativamente baja, seguida de una segunda fase de contracción, con crecimiento en la tasa de interés y creciente fragilidad financiera doméstica, que conduce finalmente a las crisis financiera y cambiaria. El aumento de la tasa de interés real es una consecuencia endógena de la creciente fragilidad financiera externa. El modelo estaba basado originalmente en las experiencias de Argentina y Chile de finales de los setenta y principios de los ochenta. [Frenkel (1983), Williamson (1991)]. Fue aplicado a explicar crisis similares ocurridas en los noventa [Frenkel (2002), Taylor (1998), Eatwell and Taylor (2000), Frenkel (2003)].

En el concurso de belleza en el que el país está involucrado, el FMI participa en el juego junto al resto de los participantes en el mercado. Pero también es cierto que la institución tiene un significativo papel coordinador, no solamente por el monto de recursos que maneja – en comparación con el resto de los jugadores individuales – sino también por la importancia que da el mercado a su sello de aprobación. De esta manera, lúcidos oficiales del FMI pueden cargar sobre la incorrecta opinión media del mercado su responsabilidad por promover políticas inapropiadas mientras que, al mismo tiempo, inteligentes participantes del mercado sostienen que es mejor seguir las orientaciones del FMI que ajustarse a su propio análisis.

La reducción del déficit fiscal o la generación de superávit era una componente crucial de los programas de estabilización del FMI antes de la globalización financiera. En esa época las crisis de balance de pagos eran causadas principalmente por dificultades en la financiación de déficit comerciales. El déficit comercial excesivo era generalmente atribuido a una excesiva absorción doméstica, que causaba simultáneamente la apreciación del tipo de cambio. En ocasiones el diagnóstico era correcto porque el problema se originaba en políticas fiscales y monetarias exageradamente expansivas. En otros casos el déficit externo se originaba en un shock externo negativo – por ejemplo, en los términos de intercambio – y el diagnóstico mencionado era erróneo. En cualquier caso el programa de estabilización combinaba la devaluación del tipo de cambio con una reducción de la absorción doméstica inducida por políticas fiscales y monetarias contractivas. Bajo las hipótesis implícitas de pleno empleo y efectos expansivos de la devaluación, se suponía que el principal efecto de ese paquete de políticas era el cambio en la composición de la demanda agregada. En la práctica, las políticas producían la caída del producto y el aumento del desempleo en la mayoría de los casos. No obstante, los programas lograban de todas maneras su objetivo más importante: el incremento de las exportaciones netas, aunque el objetivo fuera alcanzado principalmente a través de la contracción de las importaciones y al costo de una pérdida de producto (solía decirse que el programa “sobremataba” (overkill) el objetivo.)

Las crisis actuales de balance de pagos son generalmente bien diferentes. Las dificultades de financiamiento externo de una economía endeudada tienen otro origen. No se trata del problema relativamente simple de ajuste de flujos, sino de un problema arraigado en los stocks de deuda y capital extranjero. Acá discutimos en primer lugar el papel de la política fiscal en casos en los cuales la sostenibilidad de la deuda pública es una componente significativa de las incertidumbres acerca de la sostenibilidad externa del país. Consideramos diferentes escenarios.

En el primer escenario, la carga de la deuda pública (intereses más amortizaciones) representa una importante porción de la necesidad de financiamiento externo. El país puede haber arribado a esta situación por distintas vías. Por ejemplo, la deuda pública externa puede haber financiado

principalmente el déficit fiscal primario (cabe señalar que este no es el caso en los mercados emergentes de América Latina en los noventa⁸⁸.)

El otro camino posible para arribar a la situación mencionada es a través del efecto acumulativo de altas primas de riesgo país. El aumento de la prima pudo haberse originado en un deterioro de la sostenibilidad externa, no relacionado con problemas fiscales, o ser el resultado de un efecto de contagio. Dado cierto stock de deuda pública externa, altas primas de riesgo país generan un mayor ritmo de acumulación de deuda y crecientes pagos de intereses, aún cuando exista superávit primario en las cuentas públicas. En este caso, el déficit fiscal se origina exclusivamente en el componente de intereses de los gastos corrientes del sector público.

En un segundo escenario, la deuda pública no representa una parte significativa de la deuda externa. Aún así, dudas sobre la sostenibilidad de la deuda pública doméstica afectan negativamente las evaluaciones de sostenibilidad de la deuda externa. También pueden distinguirse aquí entre distintos orígenes de esta situación fiscal. El crecimiento de la deuda pública pudo originarse en la financiación de déficit primario o haber sido causado por altas primas de riesgo país – y altas tasas de interés locales - motivadas por causas no fiscales.

En el escenario en el que la deuda pública es una porción significativa de la deuda externa, la sostenibilidad fiscal se superpone con la sostenibilidad externa, cualquiera haya sido la vía por la cual el país arribó a esa situación. Si hay dudas acerca de la sostenibilidad fiscal, las medidas orientadas a reforzarla conectan directamente con los fundamentos de la sostenibilidad externa. Esta observación puede extenderse también al segundo escenario. En ambos escenarios, medidas orientadas a mejorar la sostenibilidad de la deuda doméstica tendrían un efecto beneficioso sobre las evaluaciones de sostenibilidad externa.

Pero las medidas dirigidas a reforzar la sostenibilidad fiscal no podrían ser las mismas en todos los casos. Cuando el crecimiento de la deuda pública se originó en el déficit primario, las medidas destinadas a generar superávit primario apuntan efectivamente a los fundamentos de las evaluaciones de sostenibilidad. Aún así, no siempre constituyen el tratamiento correcto. Los efectos recesivos de las medidas y el incremento de la fragilidad financiera podrían tener por su lado efecto negativo sobre las evaluaciones de la sostenibilidad, que contrapesaran el efecto positivo buscado a través de los resultados fiscales. Además, puede ocurrir que las cuentas fiscales no resulten afectadas significativamente en la práctica, por la incidencia del menor nivel de actividad sobre la recaudación tributaria.

El caso alternativo mencionado se presenta cuando existe superávit primario y cuando el déficit y las dudas sobre la sostenibilidad se originan en las altas

⁸⁸ En particular, no es el caso de Argentina en la segunda mitad de los noventa. [Damill, Frenkel y Juvenal (2003)]

tasas de riesgo país. En esta situación la única variable “fuera de línea” es la tasa de interés que el país debe afrontar para cubrir su necesidad de financiamiento. Una menor tasa de interés reduciría los déficit fiscales y el ritmo de crecimiento de la deuda pública, mejorando sus perspectivas de sostenibilidad. Desde un punto de vista macroeconómico estricto, la única variable “errónea” que debería ser ajustada en esta situación es la propia prima de riesgo país. Obviamente, no hay manera de hacer esto en el contexto institucional actual del mercado financiero internacional.

¿Cuál es la justificación de incrementar los superávits primarios a través cortes de gastos y aumentos de impuestos en esta situación? En primer lugar, si el superávit primario efectivamente aumenta, hay más holgura para servir la deuda pública y los indicadores fundamentales de sostenibilidad pueden mejorar. Sin embargo, los gobiernos adoptan medidas de austeridad fiscal no principalmente por sus efectos sobre los fundamentos de la sostenibilidad de la deuda pública, sino como señales al mercado. Estas señales apuntan a un objetivo que debe ser alcanzado mucho antes de que las medidas muestren efectos cuantitativos perceptibles. Su principal propósito es ganar credibilidad, esto es, preservar o reabrir el acceso al mercado para cubrir la necesidad de financiamiento. La emisión de señales apuesta a una rápida reducción de la prima de riesgo país. Algunas veces la emisión de señales cumple su propósito en el corto plazo (como en Argentina en 2000 y Brasil a principios de 2003) y algunas veces no lo consigue (como en Argentina en 2001.)

En todo caso, las medidas de austeridad fiscal no solamente son inapropiadas desde un punto de vista macroeconómico y desde una perspectiva de desarrollo, sino que también son riesgosas con relación al propio objetivo de credibilidad. Los impactos negativos sobre el funcionamiento de la economía, las complicaciones financieras locales y los conflictos sociales pueden acabar empeorando las evaluaciones de sostenibilidad.

¿Porqué los gobiernos asumen los riesgos? La situación es preocupante y el gobierno es responsable de su administración. Por otro lado, los gobiernos deben mostrar iniciativa. Consecuentemente, adoptan medidas de austeridad fiscal como uno de los escasos medios con que cuentan para mostrar iniciativas “en la dirección correcta.”

Puede ser que el mismo argumento sea aplicable a las propuestas de FMI. El apoyo del FMI tiene que ser sujeto a condicionalidad, necesariamente. Cuando la situación no deja mucho lugar para la aplicación de políticas correctivas y el FMI ha decidido un nuevo apoyo – Argentina en 2000 es probablemente el mejor ejemplo – la institución apela a medidas fiscales contractivas como solución a su problema de establecer alguna condicionalidad a sus desembolsos. En última instancia, la austeridad fiscal tiene siempre aspecto respetable y la orientación está profundamente enraizada en la ortodoxia tradicional del organismo.

La explicación sugerida puede echar alguna luz sobre el caso más intrigante de recomendación de austeridad fiscal por parte del FMI: la situación en la que no hay problemas de sostenibilidad fiscal ni deuda pública de significación. En este caso la norma seguida por el FMI parece ser la siguiente: si usted no sabe qué hacer y está obligado a hacer algo, corte gastos y aumente impuestos. La orientación estaría justificada como un residuo arqueológico del período previo a globalización.

Integración segmentada

Las trayectorias de integración seguidas por los países altamente endeudados los condujeron a situaciones de integración financiera segmentada, en las cuales la tasa de interés local es significativamente mayor que la tasa internacional.

Las primas de riesgo persistentemente altas son un efecto imprevisto de la globalización financiera. Desde que el proceso comenzó, sus abogados presentaron la integración completa entre el sistema financiero local y el internacional como el estadio ideal final del proceso. La integración completa equivale a un sistema de intermediación global en el cual la retribución del ahorro, por una lado, y el costo del capital, por otro, se igualan para transacciones económicamente equivalentes, con independencia de la localización geográfica de ahorristas y tomadores de crédito.

Se argumentaba que la integración completa minimizaría los costos de intermediación y reduciría el costo del capital al nivel del de los países desarrollados. Asumiendo que los países en desarrollo ofrecen mayores oportunidades de inversión, la integración completa redundaría en corrientes de inversión y financiamiento que tenderían a cerrar la brecha de desarrollo.

La convergencia hacia la integración completa hubiera significado una tendencia a la reducción de las primas de riesgo país. Esto no ha ocurrido. La evolución de las primas de riesgo país no suministra evidencia que sugiera que el sistema que se conformó con la globalización tienda a la integración completa. Por el contrario, la experiencia del período que se inició con la crisis asiática sugiere que se conformó un sistema de integración segmentada. El costo del capital es sistemáticamente mucho mayor en algunos mercados emergentes que en los países desarrollados. La integración segmentada no es un fenómeno marginal, tuvo lugar precisamente en los países de mercado emergente que concentraron una gran proporción de los flujos de capital.

Conclusiones

La volatilidad de los flujos de capital impone altos costos económicos y sociales en todos los países participantes en el sistema generado por el proceso de globalización financiera, cualquiera sea su situación particular. Sin embargo, algunos países condujeron su inserción de modo tal de mostrar en la actualidad situaciones comparativamente más robustas frente al mercado financiero internacional. En cambio, otros importantes mercados emergentes se encuentran atrapados en trampas financieras.

El análisis comparado de las experiencias de América Latina, junto con lecciones positivas y negativas extraídas de otros casos, hacen posible resumir un conjunto de recomendaciones de política para evitar las trayectorias de integración financiera de mayor riesgo.

Primero, existe consenso en torno a la importancia de las regulaciones prudenciales. Sin embargo, los criterios de regulación convencionales son mayormente procíclicos. Además de los riesgos microeconómicos, la regulación prudencial debería incluir también los riesgos macroeconómicos y sistémicos, tales como los descalces de monedas y la acumulación de deudas en moneda extranjera [Ocampo(2003)] Por otro lado, los costos de la regulación prudencial deberían ser distribuidos entre receptores y emisores y compartidos por los países desarrollados.

Segundo, la experiencia no deja dudas sobre la incompatibilidad entre los tipos de cambio fijos y la volatilidad de los flujos de capital. Sin embargo, aunque existe consenso acerca de la necesidad de flexibilidad cambiaria, hay un debate abierto alrededor de las posibilidades y beneficios de las intervenciones en el mercado de cambios. El FMI aboga por la flotación pura y descarga sobre la política monetaria todo el manejo y la responsabilidad sobre la estabilidad del tipo de cambio y los precios.

El tipo de cambio flexible desalienta ciertos flujos de capitales de corto plazo, pero la flotación pura en un contexto de volatilidad de los flujos de capital puede resultar en una volatilidad intolerable de los tipos de cambio nominales y reales. Además, la política económica nunca debería perder de vista el tipo de cambio real. La aplicación de controles directos sobre los flujos de capital – o la exigencia de constitución de reservas, como hicieron Chile y Colombia - [Ffrench-Davis and Villar(2003)] puede contribuir a la estabilidad del mercado de cambios y de los flujos de capital. También puede tener influencia sobre permanencia media de los flujos, por la vía de desalentar los de corto plazo. Además de su papel estabilizador de corto plazo, el objetivo de la política regulatoria es suavizar los movimientos de capital, para acercar lo más posible su comportamiento al de un flujo predecible y estable.

La CEPAL ha sido líder en la promoción de esta perspectiva y de este enfoque de política.[ECLAC (2000), (2002)] Las llamadas “medidas de prevención de crisis” incorporan las lecciones que pueden extraerse de la experiencia regional, pero su alcance es limitado. Su aplicación está circunscripta a períodos de auge de flujos de capital. Además, aún las políticas óptimas no pueden garantizar que se arribe a posiciones robustas. Más aún, los países con situaciones relativamente más robustas no pueden evitar sufrir importantes efectos reales derivados de la volatilidad de los flujos de capital.

En la actual arquitectura financiera internacional, una vez que un país ha caído en la trampa financiera no hay mecanismo habilitado para sacarlo de esa posición [Eatwell and Taylor(2000), Stiglitz(2002)] Los paquetes de rescate liderados por el FMI eran el único instrumento de política internacional al respecto. De hecho, contribuyeron para evitar el default en la mayoría de los casos. Pero la existencia de este instrumento no evitó el estallido de las crisis, ni la persistencia de altas tasas de riesgo país y la configuración de trampas financieras.

Con el cambio de administración en los Estados Unidos, los paquetes de rescate y orientaciones similares fueron dejados de lado por el FMI. La única iniciativa institucional novedosa apuntó a una reforma internacional con el exclusivo propósito de facilitar las negociaciones posteriores al default. Aún con esos alcances limitados, esta iniciativa tampoco prosperó. Puede concluirse que las perspectivas de los países de alta deuda no son alentadoras.

Bibliografía y referencias

Calvo, Guillermo. (1998) "Capital flows and capital market crises: The simple Economics of Sudden Stops", Journal of Applied Economics (CEMA), N° 1. Buenos Aires.

Damill, Mario; José María Fanelli; Roberto Frenkel y Guillermo Rozenwurcel (1993) "Crecimiento económico en América Latina: Experiencia reciente y perspectivas", Desarrollo Económico No. 130, julio-setiembre, Buenos Aires.

Damill, Mario; José María Fanelli y Roberto Frenkel (1996) "De México a México: el desempeño de América Latina en los noventa", Desarrollo Económico, Número Especial, vol. 36, Buenos Aires.

Damill, Mario; Roberto Frenkel y Luciana Juvenal (2003) "Las cuentas públicas y la crisis de la convertibilidad en Argentina. (mimeo).

Eatwell, John. and Taylor, Lance. (2000), Global Finance at Risk: The Case for International Regulation, New York: The New Press.

ECLAC (2000), Equidad, Desarrollo y Ciudadanía, Santiago de Chile.

ECLAC (2002), Growth with stability. Financing for development in the new international context, Santiago de Chile.

Fanelli, José María and Roberto Frenkel (1993), "On Gradualism, Shock Treatment and Sequencing", in International Monetary and Financial Issues for the 1990s., Volume II, United Nations, New York.

Ffrench-Davis, Ricardo and Leonardo Villar (2003), "The Capital Account and Real Macroeconomic Stabilization: Chile and Colombia", ECLAC (mimeo).

Frenkel, Roberto (1983) "Mercado financiero, Expectativas Cambiarias y Movimientos de Capital" El Trimestre Económico, vol.L (4), Núm.200, México.

Frenkel, Roberto (1995) "Macroeconomic Sustainability and Development Prospects: Latin American Performance in the 1990s", UNCTAD Discussion Papers No. 100, Geneva, August.

Frenkel, Roberto (2002) "Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America", in John Eatwell and Lance Taylor (eds.) International Capital Markets. Systems in Transition, Oxford University Press.

Frenkel, Roberto (2003) "Globalización y crisis financieras en América Latina" in Revista e la CEPAL (en prensa).

Jaffee, D. and Stiglitz, Joseph. (1990): "Credit Rationing.", in Benjamin M. Friedman and Frank H.Hahn (eds.), Handbook of Monetary Economics. Amsterdam: North-Holland.

Krugman, Paul. (1997), "Currency Crises", mimeo.

Krugman, Paul. (1999), "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises", in Isard, P.; Razin, A. & Rose, A. International finance and financial crises: Essays in honor of Robert P. Flood, Jr. Kluwer Academic Publishers.

McKinnon, Ronald I. (1991), The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy, John Hopkins University Press, London.

Ocampo, José A. (2003), "Capital-account and counter-cyclical prudential regulations in developing countries", Series Informes y Estudios Especiales N° 6, ECLAC, Santiago de Chile.

Rodrik, Dani. (2000), "How far will International Economic Integration go?" Journal of Economic Perspectives, Volume 14, N° 1.

Stiglitz Joseph. y A. Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review Vol 71.

Stiglitz, Joseph. (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability", World Development vol 28, N° 6, World Bank.

Stiglitz, Joseph. (2002), Globalization and its Discontents, W.W. Norton & Company.

Taylor, Lance. (1998), "Lax Public Sector and Destabilizing Private Sector: Origins of Capital Market Crises", en United Nations Conference on Trade and Development, International Monetary and Financial Issues for 1990s, vol. 10.

Williamson, John. (1983), The Open Economy and the World Economy, Basic Books, New York.