

CAUSAS DE LAS CRISIS CAMBIARIAS EN LAS ECONOMÍAS EMERGENTES

Clara García Fernández-Muro

Becaria del Departamento de Economía Aplicada 1:
Economía Internacional y Desarrollo
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid
cgfm@jet.es

Iliana Olivie Aldasoro

Colaboradora del Departamento de Economía Aplicada 1:
Economía Internacional y Desarrollo
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Complutense de Madrid
i.olivie@retemail.es

Resumen: Este artículo estudia diversas aportaciones teóricas sobre el papel de los parámetros fundamentales y de la globalización en la generación de crisis financieras. Con respecto al papel de los parámetros fundamentales se concluye que unos parámetros no muy saneados son condición necesaria pero no suficiente para que estalle la crisis. Respecto del papel de la globalización financiera se concluye que ésta conlleva una serie de deficiencias, en el sistema financiero internacional y en los parámetros fundamentales financieros de las economías emergentes, que las sitúan en un estado de vulnerabilidad a crisis.

Abstract: This article studies several theoretical contributions about the role that fundamentals and globalization play in causing financial crises. As regards to the role of fundamentals, we conclude that “not very good” fundamentals are necessary but not sufficient for a crisis to happen. Regarding the role of financial globalization, we conclude that it brings about deficiencies, both in the international financial system and in emerging economies’ fundamentals, which increases vulnerability to crises.

INTRODUCCIÓN

Las crisis financieras asiáticas que comenzaron en verano de 1997 han reavivado el debate sobre cuáles son las causas de las crisis financieras. Más aún, han reabierto la eterna cuestión de si tales crisis tienen sus orígenes en el interior de los países afectados o en el funcionamiento del mercado financiero internacional. De hecho, hay autores que identifican determinadas deficiencias económicas (a veces también políticas o institucionales) internas de los países asiáticos (los denominados *fundamentals*, que vamos a llamar parámetros fundamentales), y consideran que tales deficiencias fueron causas de las crisis financieras asiáticas¹. Otros autores, en cambio, encuentran las causas de dichas crisis en el funcionamiento del sistema financiero internacional², más concretamente en mecanismos que éste promueve o permite, como es el pánico financiero. Finalmente, hay autores que combinan ambas visiones y que consideran que unos parámetros fundamentales deficientes coadyuvaron en la generación de las crisis, pero que además fue necesario que operaran ciertos mecanismos (i.e. el pánico financiero) para que se produjeran los ataques especulativos que, en último término, provocaron las crisis³.

El objetivo de este estudio es intentar dotar de respaldo teórico a la interpretación

¹ Giancarlo Corsetti, Paolo Pesenti y Nouriel Roubini, "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 1. A Macroeconomic Overview. Part 2. The Policy Debate", *NBER Working Papers*, nº 6833-34, diciembre de 1998. Fondo Monetario Internacional, *World Economic Outlook*, Fondo Monetario Internacional, Washington DC, mayo de 1998.

Paul Krugman, "What Happened to Asia?", MIT, mimeografiado, febrero de 1998.

² Walden Bello, Nicola Bullard y Kamal Malhotra, "Taming the Tigers: The IMF and the Asian Crisis", *Third World Quarterly*, vol. 19, nº 3, pp. 505-555, 1998.

Steven Radelet y Jeffrey Sachs, "The Onset of the Asian Financial Crisis", HIID, mimeografiado, febrero de 1998. También en *Brookings Papers on Economic Activity*, nº 1, pp. 1-90, 1998.

³ Banco Mundial, *Global Economic Prospects and the Developing Countries 1998-1999: Beyond Financial Crisis*, Banco Mundial, Washington DC, 1999.

Pablo Bustelo, Clara García e Iliana Olivie, "Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)", Instituto Complutense de Estudios Internacionales, *ICEI Working Papers*, nº 16, noviembre de 1999.

Reuven Glick, "Thoughts on the Origins of the Asian Crisis: Impulses and Propagation Mechanisms", Federal Reserve Bank of San Francisco, *Pacific Basin Working Papers*, nº 98/07, septiembre de 1998.

Frank Jotzo, "The East Asian Currency Crisis: Lessons for an Early Warning System", Australian National

combinada de las causas de las crisis asiáticas. A la vista de tal estudio teórico concluimos que las crisis financieras en economías emergentes son fruto tanto de unos parámetros fundamentales “no muy saneados” como de un determinado funcionamiento del sistema financiero internacional. Ambos factores (internos y externos) se aúnan para generar vulnerabilidad en los países en desarrollo. Dicha vulnerabilidad permite que un cambio de expectativas (sobre la determinación de los gobiernos de mantener inalterado su tipo de cambio) conlleve ataques especulativos y crisis financieras⁴. Finalmente, por una parte, concluimos que tal descripción teórica de las causas de una crisis financiera es aplicable a las crisis asiáticas y, por otra parte, proponemos ciertas medidas de política económica para prevenir el estallido de nuevas crisis financieras.

En primer lugar, resumimos las aportaciones de los modelos de segunda generación sobre la función que desempeñan unos parámetros fundamentales “no muy saneados” en el origen de las crisis financieras en general, y de las crisis asiáticas en particular. En segundo lugar, abordamos las explicaciones teóricas que permiten concluir que el funcionamiento del sistema financiero internacional, propiciado por la globalización, también es responsable de la generación de las crisis financieras, y de las crisis asiáticas en particular.

EL PAPEL DE LOS PARÁMETROS FUNDAMENTALES EN LA GENERACIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

Existen diversos modelos teóricos sobre crisis financieras que tratan de identificar las variables y mecanismos que conducen a las crisis desde un punto de vista nacional. Hay dos corrientes principales: los denominados modelos de primera generación⁵, que predominan en la

University, *APSEM Working Paper*, nº 99/2, 1999.

⁴ Véase el gráfico al final del texto.

⁵ Michael B. Connolly y Dean Taylor, “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, nº 2, pp. 194-207, 1984.

literatura especializada durante los decenios de los 70 y los 80; y los denominados modelos de segunda generación⁶, que sustituyen a los anteriores desde principios de los años 90. La diferencia entre las dos corrientes estriba, entre otras cosas, en la función que otorgan a los parámetros fundamentales de la economía en la generación de las crisis financieras. Mientras que los modelos de primera generación presentan procesos en los que los parámetros fundamentales de la economía causan por sí mismos una crisis financiera, los modelos de segunda generación identifican procesos en los que los parámetros fundamentales simplemente abren la puerta a que las expectativas de los agentes privados se autocumplan. Más adelante vemos que los modelos de segunda generación, además, dejan entrever que si unos parámetros fundamentales “no muy saneados” permiten el autocumplimiento de las expectativas es porque el país en cuestión está inmerso en un sistema financiero internacional determinado.

Los parámetros fundamentales en los modelos de segunda generación

Es conveniente entender tres cuestiones básicas que plantean los modelos de segunda generación para entender la relación entre los parámetros fundamentales y la generación de una crisis financiera. Consideramos que dichas cuestiones son: (1) el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados; (2) el equilibrio múltiple; y (3) que los modelos de segunda generación se construyen con parámetros fundamentales de muy diversa naturaleza.

Robert P. Flood y Peter M. Garber, “Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples”, *Journal of International Economics*, vol. 29, n° 1, pp. 1-13, 1984.

Paul Krugman, “A Model of Balance-of-Payments Crises”, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 11, n° 3, pp. 311-325, 1979.

⁶ Guillermo A. Calvo, “Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments”, University of Maryland, mimeografiado, marzo de 1998.

Roberto Chang y Andrés Velasco, “Financial Crises in Emerging Markets: A Canonical Model”, *Federal Reserve Bank of Atlanta Working Papers*, n° 98-10, julio de 1998.

Harold L. Cole y Timothy J. Kehoe, “A Self-Fulfilling Model of Mexico’s 1994-1995 Debt Crisis”, *Journal of International Economics*, vol. 41, n° 3-4, pp. 309-330, 1996.

Harold L. Cole y Timothy J. Kehoe, “Self-Fulfilling Debt Crises”, Federal Reserve Bank of Minneapolis, *Research Department Staff Reports*, n° 211, julio de 1998.

Maurice Obstfeld, “Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises”, *American Economic Review*, vol. 76, n° 1, pp. 72-81, 1986.

Maurice Obstfeld, “The Logic of Currency Crises”, *Cahiers Économiques et Monétaires*, n° 43, pp. 189-213, 1994.

Maurice Obstfeld, “Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features”, *European Economic Review*, vol. 40, pp. 1037-1047, 1996.

En estos modelos el ataque especulativo y la consiguiente devaluación de la moneda se producen cuando el mercado espera que el gobierno devalúe su moneda. Es decir, se produce un ataque especulativo cuando los agentes privados consideran que los costes de mantener el ancla son demasiado elevados con respecto a los beneficios de mantenerla. Dichos costes de mantener el ancla (que al elevarse hacen que el gobierno decida devaluar) dependen, a su vez, de las expectativas del mercado. En otras palabras, las expectativas de devaluación traen consigo modificaciones en determinados parámetros fundamentales, lo que conlleva el incremento de los costes de mantener el ancla. Al ser más costoso mantener el ancla, aumentan las expectativas de devaluación que tienen los agentes privados. Y así el proceso se retroalimenta hasta que se produce un ataque especulativo contra la moneda local, que culmina en la devaluación de la misma. Vemos, pues, que la decisión del gobierno de dejar flotar la moneda depende en última instancia de las expectativas de los agentes privados. De ahí que se diga que las expectativas se autocumplen: si los agentes privados esperan que se devalúe, se elevan los costes de mantener el tipo fijo, y finalmente habrá que devaluar. Si, en cambio, esperan que no se devalúe, el gobierno podrá mantener el tipo fijo. Así, hay crisis que “no tendrían por qué haber ocurrido, sino que ocurren porque los agentes que participan en el mercado esperan que ocurran” (Obstfeld, 1994). Por todo esto se puede concluir que unos parámetros fundamentales “no muy saneados” no son suficientes para que se produzca una crisis financiera, sino que debe darse un proceso de retroalimentación entre las expectativas de devaluación y el deterioro de los parámetros fundamentales (incremento del coste de mantener el ancla) para que tal crisis ocurra.

Dependiendo de cómo sean las expectativas, se mantiene un tipo de cambio u otro, ambos en equilibrio. Así, hay varios equilibrios posibles, por lo que se habla de equilibrio múltiple, y cuál de ellos se imponga depende de las expectativas de devaluación de los agentes privados. Obstfeld (1996) en su modelo prototipo, Cole y Kehoe y Chang y Velasco, entre otros, señalan que la existencia del equilibrio múltiple depende en última instancia de los parámetros

fundamentales del país. Si las condiciones económicas de un país son muy buenas (i.e. no hay paro, no hay déficit público ni comercial, no hay problemas de liquidez en el sistema bancario...) el mantenimiento del ancla apenas tiene costes, con lo que las expectativas de devaluación no pueden desatar el proceso de retroalimentación descrito más arriba. En cambio, si las condiciones económicas del país son muy malas, no es posible el equilibrio sin devaluación, y ésta se produce indefectiblemente, como en los modelos de primera generación. Así, el equilibrio múltiple se da en una banda (que puede ser anchísima) de valores intermedios de los parámetros fundamentales de la economía. Por ello se concluye que, aunque unos parámetros fundamentales "no muy saneados" no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son condición necesaria.

La literatura sobre modelos de segunda generación, además de presentar los dos conceptos explicados, ofrece modelos concretos en los que se muestran diversos ejemplos de autocumplimiento y de equilibrio múltiple. En cada uno de ellos la naturaleza de los parámetros fundamentales es distinta. Es decir, algunos modelos se centran en cómo determinados parámetros comerciales abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas, otros en cómo lo hacen determinados parámetros financieros, otros en cómo lo hacen determinados parámetros productivos, etc. De ello se concluye que cualquier parámetro fundamental "no muy saneado", cualquiera que sea su naturaleza, puede coadyuvar en el desencadenamiento de una crisis financiera.

En resumen, de los modelos de segunda generación se extraen diversas lecciones sobre el papel de los parámetros fundamentales como causas de las crisis financieras. En primer lugar, el que existan deficiencias en los parámetros fundamentales puede no ser suficiente para que se produzca una crisis financiera. Unos parámetros fundamentales "no muy saneados" no conducen inevitable y predeciblemente a una crisis financiera, sino que ésta se produce por la creencia de los agentes privados de que el gobierno tiene que devaluar su moneda. En segundo

lugar, pese a que unos parámetros fundamentales “no muy saneados” no sean condición suficiente para el estallido de una crisis financiera, sí son una condición necesaria. En el caso en que el país en cuestión tuviera unos parámetros fundamentales saneados, apenas habría costes de mantener el ancla, con lo que las expectativas de devaluación no se autocumplirían. En tercer lugar, los modelos de segunda generación demuestran que los parámetros fundamentales “no muy saneados” que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas pueden ser de cualquier naturaleza.

Dos ejemplos aplicables al caso asiático

A continuación resumimos las principales aportaciones de dos modelos concretos de segunda generación en los que, a la luz de lo observado en los estudios empíricos sobre las crisis financieras asiáticas, los parámetros fundamentales deficientes que abren la puerta al autocumplimiento de las expectativas coinciden bastante con los que se registraron en los países asiáticos.

Calvo (1998) considera que los parámetros fundamentales que permiten una crisis de autocumplimiento de expectativas son las vulnerabilidades del sistema bancario (sobre todo el desajuste de vencimientos y moneda de los activos y pasivos del sistema bancario), que surgen por una combinación de unas políticas compensatorias del riesgo-país y de una entrada masiva de capitales. El argumento que desarrolla este autor es el siguiente:

En primer lugar, afirma que la soberanía de los gobiernos conlleva vulnerabilidad financiera. Si esto es así es porque existe incertidumbre sobre hasta qué punto los gobiernos tienen la determinación de mantener sus políticas económicas. Dicha incertidumbre conlleva un riesgo para los inversores extranjeros, denominado riesgo-país. Los mercados de seguros son incapaces de cubrir todo ese riesgo que la incertidumbre conlleva. De ahí que sea el gobierno el

que trate de compensar dicho riesgo ofreciendo subsidios a las inversiones y a las entradas de capital o imponiendo controles a la salida de capitales. Las garantías institucionales son un ejemplo de los mecanismos de compensación de riesgo a que este modelo se refiere. La vulnerabilidad financiera surge porque las garantías suelen conducir a los bancos comerciales a prestar para inversiones no líquidas. Esta idea está bien explicada por Calvo⁷: “si los depositantes creen que el banco central actuará como prestamista de última instancia, apenas tendrán incentivos para supervisar la calidad y las características de los préstamos bancarios. En particular, no se preocuparán por la existencia de un desajuste de vencimientos en el que los préstamos son a más largo plazo que los depósitos”.

En segundo lugar, la entrada masiva de capitales también supone un incremento de la vulnerabilidad financiera. Los capitales extranjeros aumentan la vulnerabilidad del sistema bancario, por una parte, porque son normalmente a corto plazo⁸; y, por otra parte, porque hacen que haya más fondos disponibles para proyectos de inversión a largo plazo. Además, los agentes privados esperan que la entrada de capital sea temporal y que la economía antes o después vuelva a su estado inicial. Así pues, como los agentes privados son conscientes de la vulnerabilidad del sistema a la reversibilidad de los capitales, aumentan sus expectativas de una crisis bancaria. Ésta traería consigo una crisis cambiaria al entrar en juego las garantías ofrecidas por el banco central.

En cuanto a Chang y Velasco desarrollan un modelo en el que, al igual que en el que acabamos de describir, la falta de liquidez del sistema financiero es lo que genera vulnerabilidad a un cambio de expectativas. Asimismo se muestra cómo dicha falta de liquidez deriva de la llegada masiva de capital extranjero (especialmente si es a corto plazo) y de la liberalización financiera interna. Al igual que en el modelo anterior, los bancos comerciales actúan como

⁷ Guillermo A. Calvo, “Varieties of Capital-Market Crises”, University of Maryland, mimeografiado, mayo de 1996.

⁸ En la segunda parte de este trabajo se justifica dicha afirmación al explicarse que la globalización financiera acorta

“transformadores de plazos” (*maturity transformers*), lo que favorece el crecimiento económico pero también abre la puerta a crisis bancarias de autocumplimiento de expectativas.

La entrada de préstamos extranjeros aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario a través de dos vías. En primer lugar, por la actitud de los inversores extranjeros. Éstos pueden decidir, individual y racionalmente, no renovar su crédito porque esperen que los demás prestamistas no van a hacerlo y que va a estallar una crisis bancaria (es decir, que hay pánico financiero y autocumplimiento de las expectativas). En segundo lugar, por la estructura de vencimientos de los capitales recibidos. Cuanto más corto es el plazo de vencimiento del capital que entra en el país, mayor es la probabilidad de una crisis bancaria. Y cuanto mayor sea la deuda externa, mayor es la vulnerabilidad del sistema bancario, pero sólo en el caso de que dicha deuda externa esté compuesta fundamentalmente por deuda a corto plazo.

La liberalización financiera también aumenta la vulnerabilidad del sistema bancario. Chang y Velasco tienen en cuenta dos políticas concretas de liberalización financiera: la disminución del requisito de reservas a los bancos comerciales y el incremento del grado de competencia en el sector bancario. Ambas políticas favorecen el crecimiento económico pero facilitan el estallido de una crisis por autocumplimiento de expectativas.

Al igual que en el modelo anterior, la crisis bancaria conlleva una crisis cambiaria por la existencia de un tipo de cambio fijo y por el hecho de que el banco central actúa como prestamista de última instancia. Esto es así porque, al producirse la retirada de depósitos, el banco central otorga un crédito de emergencia a los bancos comerciales, lo que puede agotar las reservas del primero. De esa forma se evita la crisis bancaria pero se produce una crisis cambiaria. Si, en cambio, el régimen cambiario es una junta monetaria (*currency board*), el banco central no actúa como prestamista de última instancia. La crisis bancaria provoca

los vencimientos de los capitales que fluyen a los mercados emergentes.

entonces la quiebra de los bancos comerciales, pero la paridad sobrevive.

Combinando ambos modelos obtenemos una descripción teórica de cómo la liberalización financiera interna, la entrada masiva de capitales (que es, en parte, consecuencia de dicha liberalización) y la incertidumbre sobre las políticas gubernamentales pueden tener como consecuencia un *boom* de crédito de tal naturaleza que se genera un desajuste de vencimientos y moneda entre los pasivos y los activos bancarios. Según los modelos de segunda generación, entre los que estos modelos se encuentran, tal desajuste, que supone el deterioro de los parámetros fundamentales financieros, sitúa al país en cuestión en lo que Cole y Kehoe denominan la “zona de crisis”, es decir, en un estado de equilibrio múltiple y de vulnerabilidad al autocumplimiento de las expectativas de devaluación.

Conclusiones

Del estudio de los modelos de segunda generación se extrae que unos parámetros fundamentales “no muy saneados”, cualquiera que sea su naturaleza, son necesarios pero no suficientes para causar una crisis financiera. No obstante, parece lógico pensar que además de determinados problemas internos hace falta un determinado contexto financiero internacional que haga vulnerables a las economías emergentes a un cambio de expectativas. Esta idea, la existencia de unos mecanismos financieros internacionales que hacen vulnerables a las economías emergentes, igual que las hacen vulnerables unos parámetros fundamentales “no muy saneados”, está apuntada en los modelos de segunda generación. El mero hecho de considerar las expectativas de los inversores privados indica que efectivamente determinadas “reglas del juego financiero” son necesarias para que los modelos de segunda generación sean explicativos. No obstante, éstos no dicen cuáles son esas “reglas del juego”. Además, los dos modelos descritos resaltan variables, como la entrada masiva de capitales o la liberalización financiera interna, que están íntimamente relacionadas con los mercados financieros

internacionales, pero no explican en virtud de qué existe tal relación. Asimismo, esos modelos dan por supuesto que se genera un desajuste de vencimientos y de monedas entre los activos y los pasivos bancarios, pero no explican por qué los capitales extranjeros entran en divisas y a corto plazo, lo cual, como veremos, se explica por las características del mercado financiero internacional.

Concluimos, pues, que los modelos de segunda generación no explican suficientemente el papel que desempeña el funcionamiento del sistema financiero internacional en el origen de las crisis financieras, pero que suministran un marco teórico en el que dicho papel puede inscribirse. En la parte siguiente de este trabajo estudiamos los mecanismos por los que el sistema financiero actual (más concretamente la globalización financiera) aumenta la probabilidad de que ocurran crisis financieras, sobre todo en países no desarrollados.

EL PAPEL DE LA GLOBALIZACIÓN EN LA GENERACIÓN DE CRISIS FINANCIERAS

En el epígrafe anterior, hemos visto que los modelos de segunda generación dejan entrever la importancia que podría tener la globalización en el desencadenamiento de las crisis financieras del último decenio. Por este motivo, y por la necesidad de dotar de respaldo teórico a la interpretación combinada de las crisis asiáticas, en el presente epígrafe estudiamos los efectos negativos que el actual proceso de globalización financiera puede conllevar y, de forma más precisa, el papel que puede desempeñar en la generación de crisis financieras. Hemos identificado dos mecanismos mediante los cuales la globalización financiera puede intervenir en el estallido de crisis. El primero de estos mecanismos es internacional: la globalización financiera confiere mayor volatilidad a los mercados financieros internacionales, fundamentalmente mediante el incremento de la asimetría de la información. El segundo de estos mecanismos es interno: el proceso de globalización financiera altera los parámetros

fundamentales financieros de las economías emergentes. La suma de ambos mecanismos incrementa el riesgo de crisis financiera y, parece explicar, al menos parcialmente, las crisis financieras asiáticas de los años 1997-1999.

Globalización financiera y volatilidad

Hermalin y Rose⁹ afirman que la globalización financiera agudiza los fallos de mercado inherentes a cualquier mercado financiero local, provocando un incremento de la volatilidad. Desde este punto de vista, hay tres vías mediante las cuales se intensifican los fallos de mercado: la asimetría de la información, el uso de productos financieros derivados y, por último, el papel de los fondos de inversión colectiva.

Asimetría de la información

Según Hermalin y Rose, cualquier mercado financiero sufre el problema de la asimetría de la información. El concepto de asimetría de la información recoge el hecho de que la información en los mercados financieros no es perfecta, es decir, que se reparte de forma desigual entre los agentes que participan en dicho mercado. Por ejemplo, en cualquier contrato de deuda, el prestatario siempre tiene más y mejor información que el prestamista acerca de la rentabilidad esperada del proyecto para el cual se está endeudando.

La falta de información que resulta de la asimetría de la información implica un coste para el prestamista. El prestamista tiene, pues, dos alternativas: o bien puede invertir una cierta cantidad de recursos para adquirir información adicional acerca de la rentabilidad esperada del proyecto del deudor o bien puede simplemente incurrir en un riesgo mayor. A medida que

⁹ Benjamin E. Hermalin y Andrew K. Rose, "Risks to Lenders and Borrowers in International Capital Markets", *NBER Working Papers*, n° 6886, enero de 1999.

aumenta la asimetría de la información, mayor es el incremento del coste de obtener información adicional o el incremento del riesgo. El prestamista generalmente elige la segunda opción, incurriendo en un riesgo mayor. Esto se explica por la teoría del *free rider*. Este problema surge cuando un agente económico usa la información de otro agente para evitar invertir sus propios recursos. En algunos mercados, los agentes usan la información disponible en el mercado para evaluar la calidad de sus inversiones potenciales. En consecuencia, los agentes que operan en estos mercados tienen pocos incentivos para invertir en información adicional, ya que los beneficios de dicha inversión serían compartidos por todos los demás agentes que operan en el mercado. Como resultado, hay pocas inversiones realizadas en información adicional y la calidad media de los productos consumidos es menor. En los mercados de deuda, este tipo de problema surge cuando un determinado prestamista tiene poca información acerca de un determinado prestatario (o mercado de prestatarios) y decide imitar las decisiones de otros prestamistas, basándose en la mejor información de estos otros, en vez de adquirir su propia información. Este mismo comportamiento también se define como *herding* y ha sido formalizado en algunos modelos teóricos¹⁰.

De acuerdo con Hermalin y Rose, la asimetría de la información se agudiza cuando el mercado financiero local se internacionaliza. En otras palabras, la asimetría de la información aumenta cuando el prestamista y el prestatario pertenecen a dos economías muy distintas. El prestamista tiene entonces menos información acerca del prestatario de la que tendría si éste último perteneciera al mercado local. Por lo tanto, la volatilidad asociada a las operaciones financieras es mayor en mercados globales que en mercados financieros domésticos.

¹⁰ Por ejemplo Guillermo A. Calvo y Enrique G. Mendoza, "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets", University of Maryland/Duke University, mimeografiado, marzo de 1998.

Productos derivados

Según Hermalin y Rose, la segunda vía mediante la cual aumenta la volatilidad en los mercados financieros cuando éstos se internacionalizan es el uso de instrumentos financieros derivados. El uso de este tipo de productos trae consigo un aumento de los flujos transnacionales de capital¹¹ y, en consecuencia, un incremento de la asimetría de la información y, por ende, de la volatilidad financiera.

Garber explica los mecanismos mediante los cuales el uso de derivados resulta en un aumento de los flujos internacionales de capital mediante la descripción del funcionamiento de una serie de instrumentos de este tipo. Uno de los ejemplos es un *swap* de tipos de interés. Supongamos que, por algún motivo, una compañía estadounidense quiere captar fondos en Alemania. Supongamos, asimismo, que una empresa alemana quiere obtener fondos en Estados Unidos. Sin embargo, el coste del préstamo en el mercado estadounidense es inferior para la empresa americana que para la alemana. Del mismo modo, los fondos que pueden obtenerse en el mercado alemán resultan más baratos para la empresa alemana que para la estadounidense. Por este motivo, las dos empresas firman un *swap* de tipos de interés: la empresa alemana se endeuda con un prestamista alemán por un importe equivalente al requerido por la firma estadounidense mientras que la empresa americana se endeuda con un banco americano por la cantidad de dinero que necesite la compañía alemana. Al inicio de la operación, las dos empresas intercambian los fondos solicitados. Es decir, la empresa americana entrega a la firma alemana la cantidad de dinero recibida del banco estadounidense mientras que la firma alemana transfiere a la empresa estadounidense el importe del préstamo concedido por el banco alemán. Además, en cada vencimiento, las dos compañías intercambian los pagos. De este modo, ambas empresas obtienen los fondos que requerían a menor coste. Sin la existencia del *swap* de tipos

de interés, el coste del préstamo alemán para la empresa americana sería mayor y por lo tanto, quizás habría incitado a dicha compañía a captar fondos en el mercado local. Ocurriría lo mismo con la empresa alemana. Siendo así, no se habría registrado ningún flujo transnacional.

Resumiendo, el uso de derivados fomenta el flujo internacional de capitales. Recordemos que, según Hermalin y Rose, la globalización financiera incrementa la asimetría de la información y por lo tanto, la volatilidad. En consecuencia, el uso de derivados aumenta la volatilidad en los mercados financieros.

Fondos de inversión colectiva

Según Hermalin y Rose, los fondos de inversión colectiva (como “fondos de cobertura” o *hedge funds*, fondos de pensiones, mutualidades, compañías de seguros...) también contribuyen al incremento de la volatilidad en los mercados financieros internacionales. Esto sería así, por una parte, porque este tipo de inversores tiende a negociar volúmenes mayores de capital que otros inversores de menor tamaño. Por lo tanto, su actividad en los mercados financieros puede redundar en mayores incrementos o disminuciones de los precios de los activos. Por otra parte, a pesar del mayor volumen de información que pueden llegar a gestionar, los fondos de inversión colectiva suelen estar sujetos en mayor medida a comportamientos de *herding*. Según Sias¹², los motivos de este comportamiento por parte de estos inversores son tres: en primer lugar, la alta homogeneidad de la naturaleza de esta comunidad (que implica similitudes en las decisiones de inversión); en segundo lugar, la asimetría de los incentivos o coste reputacional¹³ (las pérdidas atribuibles a los fracasos superan los beneficios de los éxitos) y, por último, el característico corto plazo de sus decisiones de inversión.

¹¹ Peter M. Garber, “Derivatives in International Capital Flows”, *NBER Working Papers*, nº 6623, junio de 1998.

¹² Richard W. Sias, “Volatility and the Institutional Investor”, *Financial Analysts Journal*, pp. 13-20, marzo/abril de 1996.

¹³ Sobre el coste reputacional, véase Calvo y Mendoza (1998), ob. cit.

Globalización financiera y deterioro de los balances del sistema bancario

Hasta ahora hemos visto cómo la globalización financiera incide sobre la vulnerabilidad de las economías emergentes a las crisis financieras mediante ciertos mecanismos externos al país. A continuación vemos que la globalización financiera también aumenta el riesgo de crisis en dichas economías porque afecta a variables internas de las mismas. Como vimos en la primera parte del trabajo, ciertos modelos de segunda generación explican cómo el deterioro de ciertos parámetros fundamentales financieros sumado a un cambio de expectativas genera una crisis financiera. Señalamos asimismo que dichos modelos no acababan de explicar el porqué de ese deterioro. Consideramos que buena parte de la explicación se encuentra en la globalización financiera y en las deficiencias del funcionamiento del mercado financiero internacional descritas en el epígrafe anterior.

En primer lugar, consideramos que tanto el actual proceso de globalización financiera iniciado en los países industrializados en la década de los 70 como ciertas necesidades económicas internas pueden estar en el origen de la liberalización acelerada del sistema financiero de una economía emergente. Esto sería así porque el creciente movimiento internacional de capitales puede ser visto por los responsables de política económica de una economía emergente como la oportunidad de obtener el ahorro necesario para cubrir ciertas necesidades internas, como puede ser, por ejemplo, la falta de inversión en el país. La necesidad de atraer dichos capitales provoca entonces una liberalización financiera demasiado acelerada que da lugar a un rápido incremento de las entradas de capital foráneo.

En segundo lugar, también consideramos que el creciente volumen de flujos transnacionales y el consiguiente incremento en la asimetría de la información determinan la particular estructura de los capitales externos recibidos por las economías emergentes. Como

vimos anteriormente, la asimetría de la información refleja el hecho de que los inversores tienen menos información acerca de la rentabilidad esperada de los proyectos realizados en mercados en los que no están acostumbrados a operar que acerca de la rentabilidad de los proyectos realizados en sus propios mercados. Esto explica que las entradas de capital extranjero en las economías emergentes se realicen, como señalan ciertos modelos de segunda generación, en divisas y a corto plazo. Invirtiendo en divisas, los inversores se cubren parcialmente del riesgo de tipo de cambio, e invirtiendo a corto plazo, se aseguran la posibilidad de retirar su capital fácilmente en el caso de que el país de destino deje de ser una inversión segura.

Como señalan los dos modelos de segunda generación estudiados previamente, el rápido aumento de la entrada de capital extranjero en este tipo de economías provoca, generalmente, un *boom* de crédito. Dicho crecimiento del crédito suele conducir a un deterioro de los parámetros fundamentales financieros de la economía, en concreto a un creciente desajuste de moneda y vencimiento en los balances del sistema bancario. Esto es así porque la rápida liberalización financiera impide que un sistema financiero tradicionalmente cerrado tenga tiempo suficiente para adaptarse al nuevo panorama financiero. Tanto los agentes económicos privados de las economías emergentes como las instituciones financieras públicas carecen de la experiencia necesaria para gestionar adecuadamente la repentina entrada de capitales extranjeros.

Hasta aquí hemos estudiado cómo la globalización financiera puede provocar un incremento de la vulnerabilidad financiera de un país por dos vías: una nacional y otra internacional. En cuanto a la vía internacional, vemos que la globalización financiera confiere mayor volatilidad a los mercados financieros internacionales. Con respecto a la vía nacional, vemos que la globalización financiera puede empeorar el estado de determinados parámetros fundamentales financieros, situando a los países en la “zona de crisis” definida en los modelos de segunda generación.

CONCLUSIONES

Este trabajo ha mostrado diversas aportaciones teóricas sobre el papel de los parámetros fundamentales y de la globalización en la generación de crisis financieras en general, y de las crisis asiáticas en particular. Con ello se ha tratado de proveer de respaldo teórico a la interpretación sobre las crisis de Asia oriental que considera que dichas crisis estuvieron provocadas tanto por deficiencias económicas internas como por un determinado funcionamiento del sistema financiero internacional.

Hemos visto que los modelos de segunda generación explican bastante bien el papel que unos parámetros fundamentales “no muy saneados” desempeñan en la generación de las crisis financieras: ciertas deficiencias son necesarias pero no suficientes para que un cambio de expectativas sobre la capacidad de los gobiernos de mantener sus regímenes cambiarios se convirtiera en una crisis financiera. Asimismo, hemos visto que los modelos de segunda generación dejan entrever que el autocumplimiento de las expectativas, dados unos parámetros fundamentales “no muy saneados”, sólo es posible en un determinado contexto financiero internacional. Por ello, ha sido necesario estudiar cómo la globalización financiera genera un incremento de la vulnerabilidad financiera de las economías emergentes: la globalización, por una parte, incrementa la incertidumbre en los mercados financieros, y por otra parte, incide en el deterioro de los parámetros fundamentales financieros de las economías emergentes (concretamente en el deterioro de los balances bancarios).

En definitiva, podríamos afirmar a la vista de las teorías expuestas y a la vista de los estudios empíricos antes citados que Asia oriental sufría un estado de vulnerabilidad financiera derivado tanto de la volatilidad generada por el proceso de globalización como de unos parámetros fundamentales “no muy saneados” (sobre todo parámetros financieros, también

influidos por la globalización). Ambos factores (la volatilidad y los parámetros financieros endebles) aumentaron el riesgo de los países asiáticos de sufrir una crisis financiera. Siguiendo los modelos de segunda generación, fue necesario un cambio de expectativas de los agentes privados para que se produjera el ataque especulativo y finalmente la crisis. Pero ¿qué es lo que provoca el cambio de expectativas? Los modelos de segunda generación no dan una respuesta a tal pregunta. Sería necesario profundizar en el estudio de qué es lo que determina los cambios en las expectativas de los inversores con el fin de poder explicar mejor las crisis asiáticas y de poder prevenir futuras crisis financieras.

Habiendo visto que unos factores tanto internos (parámetros fundamentales “no muy saneados”) como externos (aquellos que permiten el pánico financiero) contribuyen a la generación de crisis financieras en economías emergentes, podemos extraer algunas lecciones de política económica. En primer lugar, los gobiernos tienen la responsabilidad de procurar el saneamiento de los parámetros fundamentales para salir de la “zona de crisis”. Así se evitaría el autocumplimiento de las expectativas. En segundo lugar, los gobiernos deberían ser cautelosos con los procesos de liberalización financiera: no deben permitir que unas necesidades internas y/o la globalización financiera impliquen que el proceso de liberalización financiera sea demasiado acelerado. En tercer lugar, los gobiernos también tienen la responsabilidad de cerrar la otra vía por la que la globalización financiera conduce a un incremento de la fragilidad financiera, es decir, la entrada masiva de capitales extranjeros a corto plazo y denominados en moneda extranjera. Por lo tanto, deberían establecerse controles de capital que filtraran los capitales que pudieran resultar más peligrosos para la estabilidad financiera del país. En realidad, las dos últimas medidas son casos particulares de la primera. Es decir que mediante una liberalización financiera cautelosa y/o mediante el control de las entradas de capital, los gobiernos evitan que ciertos parámetros fundamentales de sus economías se deterioren y, por lo tanto, evitan la entrada en la “zona de crisis”.

En cuarto lugar, incluso cuando las vulnerabilidades financieras internas son corregidas, existen unos fallos de mercado característicos de los mercados financieros internacionales. Por tanto, consideramos que los gobiernos, colectivamente, deberían tratar de diseñar una nueva arquitectura financiera internacional que contrarreste los efectos negativos de dichos fallos de mercado. Uno podría pensar que ambos grupos de medidas son sustitutivos, es decir, que una vez que los gobiernos hubieran conseguido sacar a sus economías de la “zona de crisis”, no habría necesidad alguna de contrarrestar los efectos negativos de la globalización financiera. Sin embargo, no es posible determinar con mucha precisión cuál es la “zona de crisis”, teniendo en cuenta que existe ésta viene determinada por cualquier tipo de parámetro fundamental deficiente, y teniendo en cuenta que no está muy claro qué se entiende por parámetros fundamentales “buenos”, “no muy saneados” o “malos”.

Por tanto, creemos que deberían tomarse medidas tanto para mejorar el estado de los parámetros fundamentales internos como para mitigar los efectos negativos que tiene la globalización financiera en la fragilidad financiera de las economías emergentes.

GLOBALIZACIÓN FINANCIERA Y PARÁMETROS FUNDAMENTALES EN LAS
CRISIS FINANCIERAS DE ECONOMÍAS EMERGENTES

