



# Las crisis financieras del futuro

Ciudadanos rusos sin hogar afectados por la crisis económica de 1998.

*Paolo Mauro y Yishay Yafeh*

**¿Se asemejarán a las crisis generalizadas de la década de 1990 o a las crisis en países concretos de la década de 1890?**

**L**AS GRAVES crisis financieras de los años noventa (México en 1994, Asia en 1997 y Rusia en 1998) se propagaron rápidamente a todos los mercados emergentes, lo que generó voces en favor de una reforma de la arquitectura financiera. Sin embargo, eso sucedió hace ya una década. La única crisis importante y profunda de un mercado emergente en este siglo —Argentina en 2001— prácticamente no provocó contagio, con excepción de Uruguay. En los últimos años, la prensa financiera y las publicaciones de bancos de inversión y agencias de calificación suelen recalcar una aparente disminución del riesgo de contagio internacional.

No obstante, en ocasiones se recuerda a los inversionistas acerca del peligro de contagio: entre los recientes hechos de agitación en los

mercados financieros se cuentan la caída de precios en los mercados bursátiles emergentes en mayo y junio de 2006, la corriente de venta masiva que desencadenó la desarticulación de posiciones en el mercado bursátil chino en febrero y marzo de 2007 y los trastornos más recientes provocados por los acontecimientos en el mercado de hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos a mediados de 2007.

Aun así, en los últimos años los mercados emergentes han gozado de abundante liquidez, bajos diferenciales de renta fija y mayores entradas de capital. Mas aún, en retrospectiva, se observa que las crisis de contagio en los años noventa no fueron la regla general, sino un fenómeno inusual. Durante el último período de globalización financiera —los cincuenta años que precedieron a la primera guerra

mundial— el mundo fue testigo de varias crisis sin contagio. Incluso el colapso financiero más famoso de ese período, la quiebra del banco Barings originada en Argentina en 1890, prácticamente no trascendió las fronteras de esa nación.

¿Se asemejarán las futuras crisis a las de los años noventa o a las de la década de 1890? ¿Marcó la crisis argentina de 2001 una vuelta a las crisis autónomas? Y si el contagio internacional sigue siendo posible, ¿cómo incide este fenómeno en el gobierno internacional de los mercados financieros? Para echar luz sobre estas cuestiones, es útil repasar la historia.

### Historia de dos eras

El período de globalización financiera comprendido entre 1870–1913 —caracterizado por el libre comercio, la migración casi irrestricta, los grandes flujos de capital internacional y los mercados financieros sofisticados— se asemeja, y en muchos aspectos supera, a la globalización tal como la conocemos hoy. El mercado de bonos de Londres en el que emitían las economías emergentes de ese momento era grande (su capitalización total era más de la mitad del PIB de Gran Bretaña), líquido (los diferenciales de bonos fluctuaban considerablemente y se informaban diariamente en los periódicos) y contaba con información fiable y oportuna (las noticias económicas y políticas de las economías emergentes se publicaban en la prensa británica). La cartera habitual de un inversionista británico del siglo XX probablemente estaba más diversificada y tenía una proporción muy superior de títulos de mercados emergentes que la de su bisnieto a comienzos del siglo XXI.

La integración global se interrumpió bruscamente con el estallido de la primera guerra mundial, seguida luego por la Gran Depresión y la segunda guerra mundial. Los flujos internacionales de capital se reanudaron en los años setenta, pero la globalización financiera alcanzó un nivel semejante al del período anterior a 1914 recién en los últimos años del siglo XX. Concretamente, la confianza en los bonos negociables de mercados emergentes fue promovida por las operaciones del plan Brady a principios de los años noventa, que reestructuró la deuda bancaria en cesación de pagos de los años setenta y principios de los ochenta mediante la emisión de bonos.

A pesar de las semejanzas en cuanto a la escala y la dependencia del financiamiento de renta fija, una notable diferencia entre los períodos 1870–1913 y la década de 1990 radica en los movimientos conjuntos de los precios de los activos, concretamente, los diferenciales de bonos soberanos. Para el período histórico, los diferenciales de bonos soberanos se definen como los rendimientos de los bonos de mercados emergentes emitidos en libras esterlinas en la Bolsa de Londres, menos los rendimientos de los títulos públicos británicos; en la actualidad, se definen como los rendimientos de los bonos de mercados emergentes en dólares EE.UU. menos los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo. Si bien durante el período anterior a 1914 los diferenciales respondían a la evolución de cada país (véase el gráfico 1), en los años noventa se observó una mayor tendencia a desplazarse en conjunto (véase el gráfico 2). La situación es similar en el caso de los desplazamientos en tiempos de crisis: en los años noventa se produjeron fuertes aumentos de los diferenciales de bonos soberanos (de más de 200 puntos básicos) simultá-

neamente en varios mercados emergentes, mientras que en el período anterior a 1914 normalmente este fenómeno se limitaba a un solo país.

### Distintas influencias sobre los precios de los activos

¿Cómo se explican las diferencias en la magnitud de los movimientos conjuntos entre los dos períodos? La evidencia (según estudios y análisis econométricos de la información de precios, las variables macroeconómicas y los artículos periodísticos de la época) indica que los factores determinantes del precio eran distintos. Hace 100 años, los diferenciales de los bonos respondían fundamentalmente a hechos concretos, tales como sequías, rebeliones, guerras, cambios en la escena

## Es difícil predecir la naturaleza de las crisis financieras en el siglo XXI, pero seguramente combinarán características de los dos períodos.

política y aspectos económicos fundamentales. En particular, el impacto más visible sobre los diferenciales obedeció a hechos de violencia política. Por el contrario, en los años noventa, si bien los hechos y datos macroeconómicos de un país eran relevantes, tenían un poder más limitado sobre los diferenciales de un país, y la evolución de los índices de mercados emergentes en general (y, en especial, las crisis con efecto contagio en mercados emergentes) tuvo un mayor peso.

Hasta cierto punto, y a diferencia del pasado, el mayor grado de movimiento conjunto de los diferenciales de bonos de mercados emergentes obedece a una mayor semejanza de las estructuras económicas de las economías emergentes. Antes de la primera guerra mundial, estas economías eran muy especializadas (por ejemplo, Argentina producía trigo y lana, y Brasil producía café y caucho). Hoy día, dada su mayor diversificación, realizan actividades económicas más similares, de modo que sus fundamentales económicos tienden a desplazarse conjuntamente en mayor medida que hace un siglo. Sin embargo, una mayor semejanza no es argumento suficiente para justificar el aumento de los movimientos conjuntos y las crisis comunes.

Los cambios en el comportamiento de los inversionistas y la organización de la inversión internacional también contribuyen a un mayor movimiento conjunto de los precios de los activos en la actualidad. Durante los años noventa, las pérdidas sufridas al desatarse la crisis en un país indujeron a importantes fondos de inversión (incluidos fondos mutuos y *hedge funds*) a vender activos en países no afectados (inicialmente) a fin de mantener determinados perfiles de riesgo y liquidez. Así pues, si los fondos de capital variable preveían futuros reembolsos tras producirse un shock en un país, elevaban el nivel de efectivo desprendiéndose de activos de otros países. Del mismo modo, los inversionistas apalancados, como bancos y en especial *hedge funds*, debieron hacer frente a requisitos regulatorios, prácticas internas de constitución de previsiones o márgenes

Gráfico 1

## Evolución propia

Durante los 50 años previos a la primera guerra mundial, los diferenciales de la deuda soberana se modificaron en respuesta a acontecimientos concretos en cada país.

### Argentina

(Diferenciales, porcentaje)



### Brasil

(Diferenciales, porcentaje)



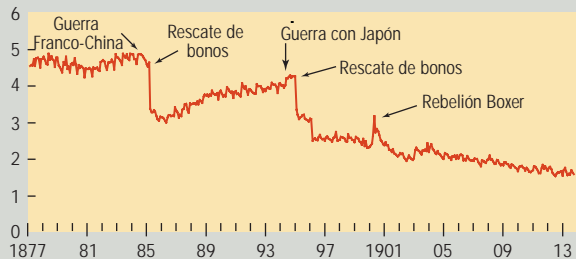
### Chile

(Diferenciales, porcentaje)



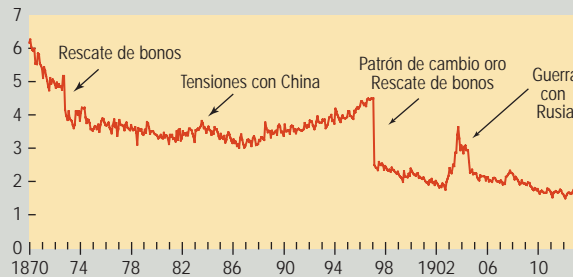
### China

(Diferenciales, porcentaje)



### Japón

(Diferenciales, porcentaje)



### Rusia

(Diferenciales, porcentaje)



Fuente: Mauro, Sussman y Yafeh (2006).

Nota: Los diferenciales son los rendimientos de los bonos de mercados emergentes en libras esterlinas cotizados en la Bolsa de Londres menos los rendimientos de los títulos públicos británicos sin vencimiento específico con pago indefinido de intereses.

de garantía que los llevaron a reequilibrar sus carteras vendiendo sus posiciones en países inicialmente indemnes. En cambio, en el pasado, los inversionistas operaban con independencia en tiempos en que las tecnologías de negociación eran más lentas. Ante la inminencia de una crisis, los inversionistas posiblemente hayan respondido a los problemas de un mercado emergente comprando activos en otro, es decir, mediante la rotación de activos en lugar de la venta en bloque.

### El extraño caso de Argentina

¿A qué se debió que la crisis argentina de 2001 prácticamente no tuviera contagio (salvo Uruguay, principalmente a raíz de los retiros realizados por argentinos con depósitos en su sistema bancario)? También en este caso la clave radica en el comportamiento del inversionista. Mientras que la crisis de

los años noventa sorprendió a muchos inversionistas, la crisis argentina fue ampliamente esperada y los actores del mercado tuvieron muchas oportunidades de ajustar sus posiciones. Los datos sobre fondos mutuos internacionales revelan una fuerte reducción de las posiciones en activos argentinos durante 2001. Al producirse el colapso del sistema argentino de caja de conversión en diciembre, las posiciones ya eran muy reducidas. En un plano más técnico, una reducción puntual de la ponderación de Argentina en el índice Emerging Markets Bond Index, cuya evolución siguen muchos participantes del mercado, puede haber facilitado una salida ordenada de las posiciones en Argentina, que se invirtieron en otros mercados emergentes.

Si bien se ha sostenido que la crisis argentina de 2001 sugiere una "eliminación" permanente del efecto contagio, la naturaleza anticipada de esta crisis pone en duda esta afirmación. Al

contrario, el aumento generalizado de las entradas de capital en mercados emergentes que se observó en años recientes confirma la idea de que, en ocasiones, los inversionistas no logran establecer suficientes diferencias entre los mercados emergentes, en función de los parámetros fundamentales.

### Problemas en el centro y en la periferia

Otro factor determinante del efecto contagio tiene que ver con el grado en que los actores del mercado financiero en los países avanzados “centrales” se ven perjudicados por los acontecimientos en el país en que se originó la crisis. En rigor, en muchas de las crisis de mercados emergentes más conocidas con efecto contagio, las instituciones financieras de países avanzados fueron determinantes a la hora de transmitir el shock inicial a países en la “periferia”. Por ejemplo, las pérdidas sufridas por bancos y otras instituciones financieras de países avanzados fueron un canal importante de transmisión del contagio durante la crisis asiática.

La debacle del fondo Long-Term Capital Management fue un factor clave en la propagación de la crisis rusa de agosto de 1998 hacia otras economías emergentes. Y las dificultades más recientes en el mercado de hipotecas de alto riesgo de Estados Unidos provocaron nerviosismo en varios países emergentes, si bien no llegó al punto de una auténtica crisis. De hecho, la liquidez inyectada rápidamente por los bancos centrales de los principales países avanzados —dirigida a restablecer la confianza en el ámbito interno— posiblemente haya contribuido a reducir la probabilidad de contagio a mercados emergentes. La importancia de la inyección de liquidez no es muy distinta de la que tuvo en el anterior período de globalización financiera. La ausencia de contagio internacional que podría haberse desatado con el colapso de Barings en 1890 suele atribuirse a la pronta respuesta del Banco de Inglaterra.

### El contagio en el futuro

La probabilidad de contagio de crisis financieras y fuertes movimientos conjuntos entre mercados financieros mundiales en el futuro se ve reforzada por la entrada y la creciente importancia de nuevos instrumentos financieros y nuevos actores en los mercados financieros internacionales:

Los *hedge funds* han crecido enormemente en los últimos años y gestionan activos valuados en más de US\$1 billón. Como

**Si bien algunos observadores han sugerido formas en que pueden regularse los flujos financieros internacionales, probablemente se haga más hincapié en la necesidad de mayor transparencia e información, y en el perfeccionamiento de las normas de prudencia ya existentes.**

se observó en los años noventa y en la crisis reciente en el mercado de hipotecas de alto riesgo, las operaciones de los *hedge funds* a menudo han intensificado los movimientos conjuntos de los precios de activos. Sin embargo, hay quienes sugieren que los *hedge funds* en ocasiones pueden atenuar la gravedad de las crisis tomando posiciones “contrarias” al mercado, cuando la caída de los precios es excesiva para inversionistas con menor tolerancia al riesgo.

Los *fondos de capital riesgo* inciden en los movimientos conjuntos y en la naturaleza de las crisis financieras, pero de una manera menos evidente. Normalmente son inversionistas a largo plazo, de modo que su presencia puede atenuar las crisis y contribuir a la estabilidad. Pero cuando cierran una posición importante de manera brusca, puede producirse el efecto opuesto. Más aún, los fondos de capital riesgo en ocasiones tienen horizontes más cortos, que los llevan a invertir en sectores en boga en varios países al mismo tiempo, lo que contribuye a los movimientos conjuntos entre países.

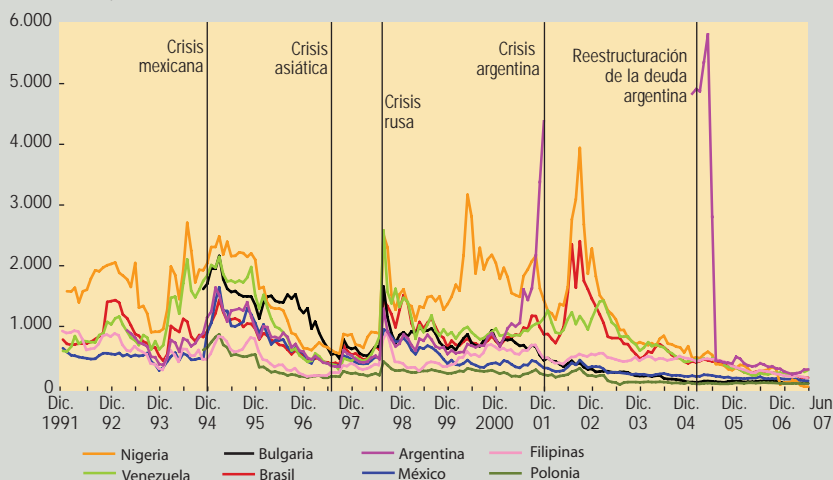
Los *fondos soberanos de inversión* están despertando interés, si bien llevan varios años invirtiendo las reservas internacionales de naciones soberanas. El repentino interés obedece a varios factores: estos fondos han crecido rápidamente en el último decenio y han alcanzado una

Gráfico 2

### Movimiento en tándem

Desde 1990, los diferenciales de los bonos de países emergentes se han desplazado en forma paralela, salvo contadas excepciones.

(Diferenciales, puntos básicos)



Fuente: Mauro, Sussman y Yafeh (2006).

Nota: Los diferenciales se definen como los rendimientos de los bonos de mercados emergentes emitidos en dólares de EE.UU. menos los rendimientos de los títulos del Tesoro de Estados Unidos a largo plazo. Un punto básico equivale a 1/100 parte de un punto porcentual.

gran magnitud; han adquirido importantes participaciones en mercados emergentes y en empresas e instituciones financieras de economías avanzadas, y en ocasiones han generado preocupación acerca de la importancia estratégica de las empresas en las que invierten y muchos de estos fondos no declaran sus inversiones al público. Según algunas estimaciones, los fondos soberanos gestionan activos valuados en más de US\$1,5 billones, y la mayor parte se concentra en manos de unos pocos fondos. Si bien la mayoría utiliza estrategias de inversión conservadoras a largo plazo, podrían tener un efecto desestabilizador si cerraran una posición repentinamente, en especial en un país de mercado emergente pequeño.

Además de la aparición de nuevos actores, los nuevos vehículos de inversión para inversionistas particulares también pueden aumentar los movimientos conjuntos de precios de los activos entre países. Por ejemplo, la creciente popularidad de la inversión que replica índices bursátiles (fondos indexados y, más recientemente, fondos cotizados) lleva a invertir en índices agregados de países o regiones, en lugar de seleccionar títulos (o países) individuales. Los fondos cotizados son fondos de capital variable que procuran replicar un índice bursátil afianzado en el mercado. Las entradas y salidas de capitales pueden provocar movimientos simultáneos en los títulos subyacentes, con independencia de los datos sobre un país concreto. Por otro lado, la introducción de nuevos instrumentos financieros, como los fondos cotizados, puede ayudar a diversificar carteras e incrementar la liquidez, y de esa manera predisponer a los inversionistas a invertir en acciones y bonos específicos. El crecimiento de la banca transfronteriza sin duda ha contribuido a potenciar la transmisión internacional de las crisis financieras y de otra naturaleza.

### De cara al futuro

Es difícil predecir la naturaleza de las crisis financieras del siglo XXI, pero seguramente combinarán características de ambos períodos. Las crisis financieras anteriores a la primera guerra mundial se produjeron en un entorno de dificultades macroeconómicas, pero normalmente fueron desencadenadas por hechos tales como guerras u otros episodios de violencia política, que dejaban traslucir ineficiencias institucionales e inestabilidad política. Las políticas macroeconómicas han mejorado en muchos mercados emergentes. Sin embargo, dada la persistencia de deficiencias institucionales en algunos de ellos, pueden desatarse futuras crisis a raíz de levantamientos políticos. Y la profundización de los vínculos financieros —incluidos los generados por nuevos participantes— puede provocar la rápida transmisión de las crisis hacia otros países, como sucedió en los años noventa.

Así pues, una hipótesis prudente sería el resurgimiento del efecto contagio, lo que sugiere que es necesario prepararse tanto en el orden local como internacional. En el orden local, muchos países han tomado medidas —entre ellas mejorar las políticas macroeconómicas y la gestión de la deuda— para reducir su vulnerabilidad y atenuar el impacto de una crisis. En el orden internacional, dado que las falencias y externalidades del mercado requieren un gobierno y coordinación de alcance global, el debate se ha centrado en la función de las instituciones financieras internacionales y supranacionales, por ejemplo, para establecer mecanismos de liquidez durante una crisis. Los grupos regionales de países han coordinado la

agrupación de reservas internacionales como último recurso en caso de una crisis.

Además de la acumulación de liquidez en el sector oficial —ya sea mediante autoseguro con reservas internacionales, o acuerdos internacionales entre países o con instituciones internacionales— ¿tiene el gobierno internacional en el área de los flujos financieros internacionales implicancias adicionales? El debate posiblemente se centre en decidir si al sector oficial le compete una mayor fiscalización de los actores financieros en el mercado privado. Si bien algunos observadores han sugerido formas en que pueden regularse los flujos financieros internacionales, probablemente se haga más hincapié en la necesidad de mayor transparencia e información, y en el perfeccionamiento de las normas de prudencia ya existentes. También se analizará si han quedado falencias al descubierto tras la crisis reciente en los mercados subprime.

Las implicancias de los nuevos actores, como los *hedge funds*, los fondos de capital riesgo y los fondos soberanos, no son del todo claras, y es dable afirmar razonablemente que cada uno de estos actores puede generar estabilidad o volatilidad. Aun así, no es difícil imaginar escenarios en los cuales estos actores provoquen volatilidad y contagio; se justifica entonces un análisis minucioso sobre cómo evitar estos escenarios. En concreto, el debate político se centrará en la necesidad de que estos actores proporcionen más información sobre sus estrategias e inversiones (mayor transparencia), y en la posibilidad de diseñar nuevos (voluntarios) códigos de conducta. Para avanzar en estas áreas será necesario identificar exactamente qué información se necesita para permitir una regulación prudencial eficaz y permitir que los inversionistas tomen decisiones informadas sin desbaratar la operación del sistema financiero.

Una cosa es clara: tanto los países avanzados como los de mercados emergentes seguirán atentamente el debate. Tradicionalmente se ha recalcado la importancia de un buen gobierno y de la transparencia para evitar pasivos ocultos y las consiguientes vulnerabilidades en mercados emergentes proclives a las crisis. El énfasis en la transparencia de los mercados emergentes se ha trasladado hacia los activos, y suele exhortarse a los fondos soberanos de mercados emergentes a aumentar la transparencia de sus operaciones. Sin embargo, la crisis financiera desatada a mediados de 2007 ha puesto en primer plano temas relacionados con la transparencia de instituciones financieras de países avanzados y la importancia de preservar la estabilidad en los principales mercados financieros, no solo en beneficio de los inversionistas locales sino para evitar el contagio internacional. Seguramente el debate sobre estos temas se profundizará en los próximos años. ■

*Paolo Mauro es Jefe de División en el Departamento de Finanzas Públicas del FMI. Yishay Yafeh es Profesor Visitante en el Departamento de Estudios del FMI y trabaja en la Universidad Hebrea de Jerusalén y el Center for Economic Policy Research.*

---

#### Referencias:

Didier, Tatiana, Paolo Mauro y Sergio Schmukler, 2006, "Vanishing Financial Contagion?", *IMF Policy Discussion Paper 06/1* (Washington: Fondo Monetario Internacional).

Mauro, Paolo, Nathan Sussman y Yishay Yafeh, 2006, *Emerging Markets and Financial Globalization: Sovereign Bond Spreads in 1870–1913 and Today* (Londres: Oxford University Press).