

CAPÍTULO 7

AHORRO EXTERNO Y CRISIS FINANCIERAS*

En el capítulo anterior vimos cómo la política de crecimiento con ahorro externo, en lugar de una mayor inversión, genera principalmente el aumento del consumo interno y provoca la sustitución de ahorro interno por ahorro externo. Esta sustitución tiene lugar en todos los casos —y sólo en situaciones particulares, cuando el país ya está creciendo a gran ritmo y la propensión al consumo ha caído, las tasas de sustitución no alcanzan niveles muy altos—. En este capítulo analizaremos el segundo efecto perverso de la política de crecimiento con ahorro externo. Al tratarse de uno de los factores que contribuye a magnificar la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, recurrir a capitales externos para financiar el crecimiento deriva en crisis recurrentes de la balanza de pagos. Como ya vimos en el Capítulo 4, los demás factores son la política de profundización del capital, el uso del tipo de cambio como anclaje nominal contra la inflación, el populismo cambiario y la política de endeudamiento externo para superar la insuficiencia de moneda extranjera, o las “dos brechas”, que caracterizan a las economías en desarrollo. En este último capí-

* Este capítulo fue escrito con Lauro Gonzalez y Claudio Lucinda.

tulo analizo las crisis financieras de la década de los '90 que comenzaron con la crisis mexicana de 1994 y culminaron con la crisis argentina de 2001.

Opté por examinar el período 1994-2001 no sólo porque las crisis de la balanza de pagos fueron habituales durante este período, sino además porque a principios de la década de los '90, el Tesoro de EE.UU., el FMI y el Banco Mundial definieron al crecimiento con ahorro externo como la política oficial del consenso de Washington dirigida a “promover” el crecimiento económico. Esta misma política también fue adoptada en la década de los '70, aunque más informalmente, y llevó a la gran crisis de la deuda externa de los '80. Durante esta década, los flujos de capital desde países ricos hacia países en vías de desarrollo se vieron algo retrasados, pero resurgieron luego de la solución que representó el Plan Brady (1989), ofreciendo un destino para la relativa abundancia de capital o exceso de liquidez existente en la economía global.

Los déficits de cuenta corriente (ahorro externo), financiados ya sea mediante préstamos, inversiones de cartera o inversiones directas, provocan, en una primera etapa, la sustitución de ahorro interno por ahorro externo; en una segunda etapa, acentúan la fragilidad financiera del país endeudado, circunscribiéndolo a poner en práctica la política de “fomento de la confianza”; y, por último, una crisis de la balanza de pagos. La explicación teórica de esta secuencia ya ha sido desarrollada en los dos capítulos anteriores, pero ganará en claridad y sustento fáctico mediante el análisis, en este capítulo, de las turbulencias financieras que caracterizaron a los países en vías de desarrollo durante la década de los '90. En lugar de vincular a estas crisis de la balanza de pagos con el populismo económico o con políticas fiscales inarticuladas, conforme al análisis convencional, demostraré que tienen origen en la política de crecimiento por medio de ahorro externo. En vez de llamarlas simplemente “crisis financieras”, las denominaré “crisis de la balanza de pagos” –la forma específica de crisis financiera que

caracteriza a los países en desarrollo, mientras que las crisis bancarias son patrimonio de los países ricos—.

Las crisis de la balanza de pagos suelen ser la consecuencia de déficits de cuenta corriente que llevan a los acreedores externos a suspender abruptamente el refinanciamiento de las deudas de un país. Los “*sudden stops*” tienen esencialmente esta naturaleza. Los déficits de cuenta corriente son acompañados por un fuerte y creciente endeudamiento externo, pero los *sudden stops* también pueden tener lugar cuando la deuda externa no es alta, si el déficit de la cuenta corriente aumenta con rapidez y, a criterio de los acreedores, peligrosamente. Fue esto lo que sucedió en ocasión de la crisis asiática de 1997. Una crisis se desata cuando el déficit de cuenta corriente afecta la capacidad del país para satisfacer los criterios de solvencia y liquidez. La restricción de solvencia establece que el valor presente de los pagos futuros debe ser suficiente para liquidar el stock de deuda presente. A su vez, la restricción de liquidez se refiere la capacidad del país para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. De estas dos definiciones surge que la solvencia es un problema estructural, mientras que la liquidez se vincula con la coyuntura. No obstante, la falta de cumplimiento de una o ambas restricciones conduce a una crisis financiera.

Este abordaje es aplicable a la política de apertura financiera recomendada a los nuevos países “emergentes”, de los cuales se esperaba que absorbieran el alto grado de liquidez global existente a comienzos de los '90. La adopción de la política de crecimiento con ahorro externo parecía ideal para una época de abundancia de capital.

Una crisis financiera puede tener distintos orígenes y dimensiones, por lo general interrelacionadas. Puede originarse en los bancos, en el estado, en las empresas, o tratarse de una crisis de la balanza de pagos, según cuál sea el sector de la economía que experimente una repentina pérdida de crédito —o puede ser todo el país el que se vea privado de crédito—. Habitualmente, el tipo de crisis financiera que golpea a los países

en desarrollo afecta a todos los sectores, que de un momento a otro pierden su capacidad para hacer frente a sus obligaciones; las crisis de la balanza de pagos surgen del mismo modo. En la década de los '90 y principios de la década del '00, las crisis que afectaron a los países en desarrollo fueron crisis de la balanza de pagos o cambiarias. Como veremos, es sorprendente la presencia de déficits altos y recurrentes de la balanza de pagos en todos los países antes de la crisis. Por otra parte, los datos de cada país posteriores a la crisis y a la aguda depreciación de la moneda local que aquélla conlleva demuestran la existencia de fuertes superávits de cuenta corriente y un control más eficaz del tipo de cambio.

EXPLICACIONES CONVENCIONALES

Las recientes explicaciones o modelos convencionales sobre las crisis de la balanza de pagos pueden clasificarse en tres “generaciones” distintas, comenzando por el modelo de Krugman (1979), que explicó la crisis con referencia a la inconsistencia entre las variables que determinan el tipo de cambio y el valor fijado por las autoridades monetarias del país. Entre estas variables se destaca un alto déficit público: la política fiscal sería en este caso inconsistente con la paridad del tipo de cambio. Entre los numerosos trabajos que evaluaron este modelo se encuentran los de Flood y Garber (1984), Ötoker y Pazarbasioglu (1995) y, en Brasil, Miranda (2006). Los modelos de segunda generación, como el de Obstfeld (1986, 1994), apuntaron a demostrar que no es posible identificar o predecir las crisis cambiarias exclusivamente por medio de indicadores macroeconómicos. Las predicciones ineluctables, por ejemplo, pueden ser parte de la explicación. En el marco de la inflación acelerada provocada por políticas fiscales expansivas, los acreedores pueden profetizar el abandono de la paridad cambiaria para mantener el crecimiento, y al hacerlo contribuir al cumplimiento de la profecía. Finalmente, los modelos

de tercera generación (Krugman 1998) recurren al argumento del “exceso financiero” para explicar las crisis. En este caso, la crisis sería básicamente una crisis bancaria. El proceso comienza con grandes flujos de capital que aumentan la capacidad de crédito de los bancos locales que, por su parte, adoptan prácticas de gestión de riesgo aventuradas.

El presupuesto común y central de estos modelos es el riesgo moral de los bancos locales: éstos no poseen incentivos para adoptar políticas de crédito más prudentes porque también asumen que aun los préstamos de alto riesgo serán garantizados por las autoridades locales, quienes no dudarán en asistir a los bancos en caso de peligro. Por tal motivo, estos modelos están inmersos en un contexto de burbujas financieras, riesgo moral y políticas fiscales laxas que implican tanto autoridades nacionales irresponsables como bancos nacionales irresponsables. Las burbujas especulativas y las crisis financieras son provocadas por la mala calidad de los préstamos; la consecuencia es una corrida cambiaria que afecta a la moneda local. Se observa en esta postura un claro desprecio por las prácticas bancarias y por las políticas de gobierno vigentes en los países en desarrollo, al tiempo que se omite mencionar a los bancos de los países ricos que financian los déficits de cuenta corriente. Y las crisis son consideradas como crisis originalmente bancarias (las crisis típicas de los países ricos), y no como lo que realmente son, es decir, crisis de la balanza de pagos.

Además, todos estos modelos dan por sentada la existencia de déficits mellizos (Gonzales 2007). El déficit de la cuenta corriente es interpretado como el resultado neto del ahorro y las inversiones públicas y privadas, asumiendo, en sentido contrario a lo que demuestra la evidencia empírica, que tanto el tipo de cambio como las finanzas del sector privado están en equilibrio. Las decisiones intertemporales óptimas sobre ahorro e inversión adoptadas en forma descentralizada producirán, según estos modelos, un equilibrio de la cuenta corriente igualmente óptimo en sintonía con un tipo de cambio equilibrado intertemporalmente. Si la cuenta corriente experimen-

ta un déficit, éste también será óptimo porque es la consecuencia de decisiones de los agentes económicos tendientes a maximizar los beneficios.

Todo esto es completamente inconsistente con la autonomía relativa del tipo de cambio y de la cuenta corriente con relación a los déficit públicos; más ampliamente, resulta inconsistente con mi afirmación contenida en el Capítulo 4 acerca de la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio que prevalece en los países en desarrollo –una tendencia que sólo se “resuelve” a través de una crisis de la balanza de pagos–.⁸⁴ Conforme al razonamiento neoclásico, no hay motivo para presumir que el estado posee mejor información acerca de cuánto deben ahorrar e invertir los agentes privados que los propios agentes. Esto no sería así con relación al estado y el déficit público. Si bien el sector privado podría endeudarse sin poner en riesgo la economía nacional, lo mismo no sucedería con el sector público, porque no se puede presumir la racionalidad de los agentes públicos. Corden (1994: 78) resume esta postura de la siguiente manera:

Se desprende que un aumento del déficit de la cuenta corriente derivado de un giro en la conducta del sector privado no debería ser motivo de preocupación en absoluto. Por otra parte, el déficit presupuestario es materia de política pública y es allí donde debería ponerse el foco...

De esta manera, según este enfoque convencional, mi afirmación de que la adopción de una política de crecimiento con

⁸⁴ Además, las presunciones de decisiones económicas racionales y óptimas implican la adopción del método hipotético-deductivo como principal metodología de análisis económico –un tipo de razonamiento que siempre he criticado porque en su aplicación a las ciencias sustantivas este método crea esencialmente castillos en el aire (Bresser-Pereira 2009b). El método hipotético-deductivo es el principal o quizás el único método utilizado en las ciencias metodológicas como la matemática o la teoría de la decisión.

ahorro externo o de déficits de cuenta corriente intencionados es la causa principal de las crisis financieras en países en desarrollo carecería de sentido. En lugar de ellos, en la base de los déficits de cuenta corriente de “mala calidad” encontraríamos desequilibrio fiscal y la determinación de los gobiernos locales de involucrarse en el riesgo moral de rescatar bancos y empresas comerciales a cualquier costo. De esos modelos se desprenden políticas macroeconómicas. En 1981, cuando el déficit de cuenta corriente de Chile alcanzó el 14 por ciento del PBI, un alto funcionario del FMI sostuvo que no había razón para preocuparse ya que las cuentas públicas estaban bajo control y el ahorro interno en aumento (Robischek 1981). Unos pocos meses después, Chile experimentó una gran crisis de su balanza de pagos y devaluó fuertemente su moneda. Algunos años más tarde, la “doctrina de Lawson”, que lleva el nombre de su creador, el ministro de finanzas británico Nigel Lawson (1987-99), devino parte del pensamiento macroeconómico neoclásico. Según esta doctrina, no habría motivo de preocupación por los déficits privados porque el mercado los equilibraría automáticamente; las crisis financieras siempre tendrían origen en el desequilibrio fiscal del sector público. Reisen (1998: 11) cita el siguiente extracto de un discurso de Lawson de 1988:

Somos prisioneros del pasado, cuando se asociaba casi invariablemente a los déficits de cuenta corriente del Reino Unido con grandes déficits presupuestarios, pobre desempeño económico, reservas bajas y exiguos activos netos en el exterior. La situación actual no podría ser más distinta.

Más allá de que doctrina de Lawson no es una teoría propiamente dicha, agrupa los distintos argumentos teóricos que fusionaron el concepto de los déficits mellizos con el abordaje intertemporal de la cuenta corriente. Por ello, no sorprende que en 1988 haya abierto el camino para la definición, a principios de la década de los '90, de la política de crecimiento con ahorro externo formulada por el Tesoro de EE.UU. y el FMI

y la consecuente recomendación de apertura financiera a los países en desarrollo.

México es un buen ejemplo de la aplicación de la doctrina de Lawson. En el período 1992-1994, el déficit de cuenta corriente promedio fue de casi el 7 por ciento del PBI. No obstante ello, el Banco Central de México afirmó en 1993 que:

El déficit de la cuenta corriente se debe exclusivamente a decisiones del sector privado [...] Por lo antedicho y en virtud de la sólida posición de las finanzas públicas, la cuenta corriente no debe ser motivo de preocupación en absoluto.⁸⁵

Para resumir, la explicación convencional utiliza, esencialmente, el concepto de los déficits mellizos y el abordaje intertemporal de la cuenta corriente, según los cuales la cuenta corriente gozará en todo momento de un equilibrio razonable siempre y cuando el régimen cambiario vigente sea de flotación. Sin embargo, si examinamos el período posterior a la doctrina de Lawson y a la propuesta de crecimiento con ahorro externo del Tesoro de EE.UU., observaremos que muchos países enfrentaron grandes crisis en sus balanzas de pagos pese a evidenciar un equilibrio fiscal razonable. Por lo tanto, debemos concluir que las explicaciones convencionales resultan insuficientes. En la sección siguiente proponemos una explicación alternativa.

AHORRO EXTERNO Y CRISIS FINANCIERAS

Una crisis de la balanza de pagos comienza cuando los acreedores externos pierden la confianza y deciden dejar de refinanciar la deuda pública y privada de un país determinado. Esta decisión está condicionada por el retorno esperado de las operaciones de crédito. Cuando este retorno se vuelve

⁸⁵ Citado en Edwards (2000: 16).

negativo, tendremos una interrupción del flujo de financiamiento. Lo que hace el acreedor es evaluar la posibilidad de recuperar el valor de sus préstamos. Llamemos P a esta probabilidad de éxito, R al retorno esperado, K al valor del préstamo e i a la tasa de interés, y expresémoslo de la siguiente manera:⁸⁶

$$E [R] = P. [K (1+i)] - K(1+i^*) \quad (2.1)$$

donde i^* es la tasa de interés internacional y representa el costo de oportunidad del acreedor. Ante un diferencial de interés positivo ($i - i^* > 0$), la probabilidad P determinará el signo del retorno esperado por el acreedor. La probabilidad P depende de las condiciones de solvencia y liquidez del país. Tales condiciones —o la percepción que se tenga de ellas— pueden deteriorarse rápidamente y derivar en un retorno esperado negativo. La crisis se presenta cuando dos condiciones dejan de satisfacerse, es decir, la restricción de solvencia y la restricción de liquidez. Cuando un país adopta la política de crecimiento con ahorro externo, comienza a incurrir en fuertes y continuos déficits de cuenta corriente que tendrán efectos negativos sobre ambas restricciones. Desde el primer momento tendremos la sustitución de ahorro interno por ahorro externo, pronto se materializará la fragilidad financiera externa y, finalmente, el país enfrentará una crisis financiera.

De esta manera, esta explicación de las crisis de la balanza de pagos trae a colación su causa directa —los déficits de cuenta corriente o la política de crecimiento con ahorro externo, en lugar de una causa interna, esto es, las cuentas fiscales del país—. En cada país, el déficit presupuestario puede contribuir al déficit de la cuenta corriente, pero no necesariamente es así. El tipo de cambio puede apreciarse y la cuenta corriente tornarse negativa mientras las cuentas fiscales se encuentran bajo control.

⁸⁶ No hemos considerado aquí la porción del préstamo que se recupera después del incumplimiento.

La restricción de solvencia intertemporal de un país es similar a la que enfrentan las empresas comerciales cuando toman un préstamo. Los acreedores evaluarán la solvencia intertemporal del país de la misma manera que lo hacen cuando otorgan un préstamo a una empresa. Éstos analizarán la capacidad del país para devolver sus préstamos. También controlarán el potencial valor presente del flujo de efectivo generado por las inversiones financiadas (definidas como activos de operación). Una empresa es insolvente cuando este valor presente no es suficiente para afrontar los pasivos, incluidos los préstamos.

Al transferir este razonamiento a la evaluación de la solvencia externa de un país, la medida más apropiada de su capacidad de repago es el valor presente de las transferencias de recursos calculado a la luz del superávit generado por las exportaciones menos las importaciones y servicios no factoriales. Esto puede expresarse de la siguiente manera:

$$(1+i)D_{s-1} = \sum_{s=t}^{\infty} \left[\frac{1}{1+i} \right]^{s-t} TLR_s \quad (2.2)$$

Así, este superávit en un país corresponde al flujo de efectivo operativo generado por una empresa comercial. La condición de insolvencia es la situación límite donde el valor presente de las transferencias (TLR) resulta insuficiente para liquidar el stock de deuda (D) existente en ese momento.

Sin embargo, el concepto de solvencia intertemporal *stricto sensu* no resulta de gran utilidad para los acreedores porque existen infinitas trayectorias que garantizan solvencia intertemporal a un país. Por ende, debemos considerar las trayectorias posibles que los acreedores demandan convencionalmente de los deudores para continuar refinanciando la deuda. Convencionalmente, los acreedores utilizan el coeficiente deuda externa/exportaciones (D/X) para controlar la solvencia. Un país estará en una situación cómoda si este coeficiente es inferior a

2, dudosa si está entre 2 y 4, y en una situación crítica si el coeficiente es mayor que 4. Estas son reglas generales, aunque ampliamente aceptadas. Así, la cuestión es de qué manera afecta la política de crecimiento con ahorro externo el coeficiente D/X . Y lo afecta negativamente porque un déficit de cuenta corriente es inconsistente con un tipo de cambio más apreciado que el que equilibra de la cuenta corriente. De modo que si el déficit de la cuenta corriente aumenta y la deuda crece a mayor rapidez que las exportaciones, este coeficiente aumentará.

La segunda restricción financiera –la liquidez– puede definirse como el desajuste entre la demanda de divisas y las reservas internacionales del banco central. La acumulación de déficits de cuenta corriente termina causando esta inconsistencia entre los dólares potenciales que se estima incluirá el balance patrimonial de las instituciones financieras locales (IF locales) y las reservas internacionales. Según este enfoque, los bancos locales y el banco central son instituciones financieras fundamentales que pueden llevar al país de una situación de cobertura a una de especulación como resultado de la política de crecimiento con ahorro externo.⁸⁷ Detrás de la postura que sostiene que la restricción de liquidez puede llevar el país a la situación de especulación están los siguientes presupuestos: i) un tipo de cambio relativamente fijo o flotante pero que no responde rápidamente a las variaciones del mercado,⁸⁸ y ii) cri-

⁸⁷ Los conceptos de “cobertura”, “especulación” y “Ponzi” aquí utilizados son los acuñados por Hyman Minsky (1986). Se considera que una institución financiera se encuentra en una situación de cobertura cuando sus pasivos son poco significativos con relación a las ventas o exportaciones, y especulativa si la institución deviene dependiente de la buena voluntad de sus acreedores. La condición de Ponzi es de insolvencia.

⁸⁸ Al plantear esta condición rechazamos la alternativa convencional “fijo o flotante”, ya que en realidad ésta no es comprobable empíricamente. Los países siempre administran sus tipos de cambio, aunque en distintos grados (Bresser-Pereira 2004b). Además, la experiencia muestra que un régimen flotante no previene las crisis de la balanza de pagos.

sis de la balanza de pagos. Además, debemos tener en cuenta la conocida ecuación de arbitraje en la cual el retorno esperado (r) es igual a la tasa de interés internacional (r_f), que representa el costo de fondeo más la depreciación esperada de la moneda local (e) más la prima de riesgo (p):

$$r = r_f + e + p \quad (2.3)$$

A la luz de estas presunciones, podemos evaluar el impacto de la política de crecimiento con ahorro externo sobre la liquidez —esta última medida por el desajuste entre la demanda potencial de divisas y las reservas—. Siguiendo a Neftci (2002), el proceso de endeudamiento junto con la apreciación del tipo de cambio coincide con los primeros momentos del ciclo de liquidez. Comenzando por las IF locales⁸⁹, la apertura financiera eleva la tasa de introducción de innovaciones financieras y de suministro de “productos” diferenciados a los rentistas capitalistas. La eliminación de las barreras a los flujos de capital permite a las IF locales tomar en préstamo recursos en monedas duras, que son vendidos al banco central, y, como contrapartida, invertir el equivalente en bonos del Estado y/o en generar activos contra el sector privado.

Desde el punto de vista del riesgo sistémico, el aumento de la deuda no afecta sustancialmente los valores tomados inicialmente en préstamo y la estructura patrimonial consolidada de las IF locales y del banco central. Pese a ello, dado que los retornos constituyen un incentivo para el ingreso de nuevas instituciones al mercado, los balances patrimoniales de las IF locales muestran rasgos típicamente especulativos. Para entender por qué sucede esto es menester considerar la evolución del balance del banco central, ya que los flujos entrantes de capital mayores que los crecientes déficits de cuenta corrien-

⁸⁹ Utilizamos las expresiones IF locales y bancos locales indistintamente.

te favorecen la acumulación de reservas internacionales y la falsa percepción de menor vulnerabilidad externa. La acumulación de reservas puede estar acompañada de un aumento de la oferta monetaria, dependiendo del grado de esterilización implementado por las autoridades monetarias. Cuando hay un aumento de la oferta de dinero, el argumento convencional sostiene que la caída de la tasa de interés reducirá los incentivos para endeudarse en el exterior, y que el proceso de ingreso de capitales perderá impulso. Esta es una presunción clásica de la hipótesis del “mercado eficiente”. Lo que en realidad sucede es que el riesgo sistémico, la prima de riesgo antes definida, tiende a crecer, incentivando la continuidad del proceso de endeudamiento. Pero los acreedores extranjeros no quitan la vista del aumento del coeficiente de endeudamiento y, en un momento dado, levantan las banderas de alerta. A partir de ese momento, los préstamos se limitan a refinanciar pagos de deudas, es decir, los flujos de capital netos se interrumpen y concluye la fase de euforia del ciclo. Y existe la necesidad de financiar la cuenta corriente debido al desajuste entre las obligaciones contraídas en el exterior por las IF y las reservas. En otras palabras, los balances patrimoniales de las IF muestran ahora características típicamente especulativas.

Sería razonable presumir que el banco central intervendrá de alguna manera en el mercado. Sin embargo, la fragilidad financiera de los bancos locales, que pasan a constituir básicamente unidades especulativas, impondrá restricciones a la actividad del banco central. Se presenta ahora la clásica configuración o síndrome “demasiado grande para caer”. Por otra parte, la economía nacional está en auge. Por ello, aunque los acreedores externos conocen los incentivos y las limitaciones del banco central, están también influenciados por esta euforia. En consecuencia, el escenario más probable es que la moneda local continúe sobrevaluada por un largo plazo y conduzca a la economía a una crisis.

Cuando el flujo neto de recursos externos deja de ser suficiente para financiar el déficit de la cuenta corriente, la fluc-

tuación de las reservas en divisas se torna negativa. Para el banco central, una variación negativa de las reservas implica un balance patrimonial especulativo porque, previamente, la percepción dominante era que los posibles pagos de préstamos externos contaban con la garantía de un stock creciente de reservas internacionales. Ahora, dada la reversión de la condición anterior, el flujo monetario potencialmente requerido para financiar los cada vez mayores pasivos presentes en los balances de los bancos locales se ha tornado mayor que el constituido por las reservas del banco central. La decisión de apenas un acreedor de liquidar total o parcialmente su posición es suficiente para desatar un efecto de arrastre que rápidamente derivará en una crisis, cuyas causas se relacionan directamente con la política de crecimiento con ahorro externo o, en otras palabras, con las restricciones de liquidez y solvencia externas.

ANÁLISIS EMPÍRICO⁹⁰

Este capítulo aborda las crisis de la balanza de pagos que tuvieron lugar en la década de los '90 y a principios de la década del '00, después de la decisión de principios de los '90 de incluir en el consenso de Washington la apertura financiera y la política de crecimiento con ahorro externo.⁹¹ Utilizando un índice de presión del mercado cambiario (MEPI) de múltiples variables hemos podido detectar 14 crisis de la balanza de pagos en países con ingresos medios. Sin embargo, la identifi-

⁹⁰ En esta sección presentamos sólo un breve resumen del estudio econométrico. Para un informe completo de las pruebas, ver Gonzalez (2007).

⁹¹ En la década de los '80, el consenso de Washington, planteado originalmente por Williamson (1990), no incluía la apertura financiera. Esa decisión correspondió al Tesoro de EE.UU. durante el primer año de la administración Clinton.

cación de una crisis financiera no es simple; por ello, las conclusiones o resultados de los distintos estudios econométricos estarán sujetos a las definiciones adoptadas.⁹²

En virtud de que nuestro abordaje teórico se basa en la idea de que las recientes crisis financieras guardan relación con el deterioro del sector externo de la economía, el punto de partida de nuestro análisis empírico fue una extensión de los modelos de primera generación que explican las crisis financieras por referencia a las bases macroeconómicas del sector bancario local. Sin embargo, nuestra tarea principal consistió en seleccionar las variables que podrían evaluar la hipótesis de que la crisis financiera se explica principalmente por el deterioro de las bases del sector externo, lo que a su vez deriva de la acumulación de déficits de cuenta corriente.

De esta manera, hemos incluido dos *proxies* que podrían capturar potencialmente la solvencia y la liquidez, cuyo deterioro provoca las crisis. Como *proxy* de solvencia utilizamos la variación de la posición de la cuenta corriente con un retraso de un período. En cuanto a la liquidez, empleamos la variación del coeficiente deuda externa de corto plazo/reservas internacionales. Asimismo, nuestras primeras estimaciones incluyeron las siguientes variables aclaratorias para el MEPI: i) déficit fiscal como porcentaje del PBI; ii) crédito extendido (por las autoridades monetarias) al sector bancario como porcentaje del PBI; iii) pasivos de corto plazo del banco central como porcentaje de las reservas internacionales; iv) una variable *proxy* que captura el efecto de contagio; y v) una medida del riesgo político (Guía Internacional de Riesgo País).

Utilizamos datos trimestrales y consideramos la *Clasificación de Países de Financial Times* para obtener los “mercados emergentes” de nuestra muestra. La disponibilidad de datos nos

⁹² Para un análisis de la definición de crisis y de los respectivos resultados empíricos, ver Gonzalez (2007).

permitió estudiar 14 países: Argentina, Brasil, Corea, Ecuador, Filipinas, Indonesia, Israel, México, Perú, República Checa, Rusia, Tailandia, Turquía y Venezuela.

Los primeros resultados que obtuvimos se ajustaban a nuestra hipótesis teórica, esto es, que la solvencia y la liquidez resultaban significativas a efectos de explicar los movimientos observados en la variable dependiente –MEPI– y que el déficit fiscal no era una variable de importancia. Es importante destacar que la prueba de la escasa incidencia de la variable fiscal se ajusta a otros análisis empíricos disponibles, como el de Pereira y Seabra (2004). Además, siguiendo a Eichengreen *et al* (1994) y a Radelet y Sachs (2000), incluimos bases macroeconómicas que podrían afectar el MEPI: i) el crédito bancario extendido al sector privado como porcentaje del PBI; ii) la variación del índice de precios al consumidor (IPC); y iii) la tasa de desempleo. Los nuevos análisis arrojaron resultados similares que apuntaron principalmente a la importancia de la liquidez y la solvencia.

El siguiente paso de nuestro análisis empírico fue la elaboración de una definición formal de crisis. De esta forma, hemos definido una variable binaria (CRISE) basada en la desviación (2,33 desviaciones estándar) del MEPI de su promedio. Además, con base en Rodrik y Velasco (1999), se asumió que para cada trimestre donde CRISE sea igual a 1, ésta será igual a cero en los tres trimestres siguientes. Esto evita computar dos veces la misma crisis.

Esto resultó aun más relevante en vista del carácter trimestral de nuestros datos. Por cuestiones técnicas nos vimos obligados a excluir todos aquellos países que no calificaron con al menos un caso de crisis, lo que implicó dejar fuera de la muestra a Israel y Perú. Asumiendo 2,33 desviaciones estándar, identificamos 19 episodios de crisis. Optamos por emplear un modelo LOGIT para nuestras nuevas estimaciones. Una vez más, los resultados se ajustaron a nuestra hipótesis teórica: esto significa que la solvencia y la liquidez resultaron relevantes para explicar la variable binaria.

En síntesis, el análisis empírico llevado a cabo y comentado sucintamente corroboró el razonamiento teórico desarrollado más arriba. Por medio de distintos métodos y especificaciones de modelos concluimos que existen pruebas de que la solvencia y la liquidez se ven erosionadas con el paso del tiempo por la acumulación de déficits de cuenta corriente, lo que aumenta la probabilidad de episodios de crisis financieras.

CONCLUSIÓN

Para terminar, contrariamente a lo afirmado por el análisis económico convencional, las crisis de la balanza de pagos de las décadas de los '90 y principios del '00 no tuvieron su principal causa en déficits fiscales sino en recurrentes déficits de cuenta corriente. Los déficits públicos pueden causar crisis pero sólo cuando puede confirmarse la hipótesis de los déficits mellizos –un resultado que a menudo no se materializa porque el tipo de cambio rara vez está en equilibrio en los países en desarrollo–. En virtud de la tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio, esta tasa puede permanecer sobrevaluada durante períodos relativamente largos seguidos por un *sudden stop* o una fuerte devaluación que indica la presencia de una crisis financiera. Atraídos por mayores retornos, los acreedores extranjeros menosprecian las restricciones de liquidez y de solvencia a que están sujetos estos países. La política de crecimiento con ahorro externo y la política de profundización del capital propugnada por la ortodoxia convencional y el populismo cambiario ejercido por los políticos locales no hacen más que agravar esa sobrevaloración. El consecuente ingreso de capital que según la opinión convencional beneficia a los países en desarrollo sigue en la práctica un proceso de tres etapas: primero, provoca la sustitución de ahorro interno por externo, un pequeño aumento en la tasa de inversión, y un sensible aumento de la deuda externa del país; segundo, genera fragilidad financiera internacional que trae aparejada una política de

fomento de la confianza; y tercero, conduce a una crisis de la balanza de pagos. A medida que el endeudamiento externo crece y ejerce presión sobre las restricciones de liquidez y de solvencia, aumenta la probabilidad de una crisis financiera.

En las pruebas econométricas, las variables relativas a liquidez y solvencia resultaron significativas, mientras que en las mismas pruebas la variable fiscal no resultó relevante. Por ello, los datos corroboran la hipótesis de que la política de crecimiento con ahorro externo, y no la laxitud fiscal, fue la principal causa de las crisis de la balanza de pagos. Esto confirma la tesis de que en los países en desarrollo existe una tendencia a la sobrevaluación del tipo de cambio. El tipo de cambio no gira en torno a una tasa de equilibrio, como lo haría si los mercados fueran eficientes para controlarlo. Además de la conocida "alta volatilidad" que caracteriza al tipo de cambio en los países en desarrollo, incluidos los de ingresos medios, existe una tendencia a la sobrevaluación que, de no neutralizarse, culmina en una crisis financiera.