



Introducción

Las crisis financieras globales han impactado con dureza en las economías de América Latina, fundamentalmente, a través de dos canales: el financiero y el comercial. La volatilidad en los mercados financieros internacionales causó una reducción en la oferta de capital extranjero en la región, lo que dio lugar a movimientos en los tipos de cambio y en las tasas de interés.

Por su parte, el canal comercial considera que la transmisión de las crisis se vincula con los efectos producidos por el intercambio de mercancías. Si un país devalúa su moneda, esto tendría un efecto directo en el aumento en la competitividad de los bienes producidos en ese país, potencialmente las exportaciones crecieran y de la reducción de la liquidez; el anuncio de la moratoria del pago de interés de los bonos Brady del Ecuador, en setiembre de 1999, fue producto de la precaria situación financiera del Gobierno ecuatoriano y, de manera más reciente, los sucesos ocurridos en Argentina constituyen un ejemplo más de la importancia de estos dos canales en la transmisión de los efectos de las crisis financieras globales.

La consecuencia más importante de estos fenómenos es que indujeron un importante cambio cualitativo en la manera en que el riesgo soberano de las economías emergentes, es evaluado por los participantes de los mercados. Asimismo, han generado un sentimiento de inseguridad sobre las inversiones en los mercados latinoamericanos, lo que ha llevado a una revaluación sustancial de la probabilidad de moratoria en otras economías latinoamericanas. Esta situación ha provocado una recom-

1/ Resumen del documento titulado Transferencia de información, efecto contagio, co-movimientos en el mercado de bonos Brady latinoamericano: lecciones y perspectivas para la economía peruana, desarrollado en el marco del Concurso de Investigación CIES 2001, auspiciado por ACIDI-IDRC. Podrá descargar la versión completa de este documento desde www.consortio.org/programa2001.asp

Las crisis financieras

Las crisis por las que atravesaron América Latina y el Caribe fueron producto de fenómenos de origen externo, lo que coloca al modo de transmisión de su impacto en el vértice de la atención. Si bien existen diferencias muy significativas entre las causas que dieron origen a las crisis, estas se derivan de su carácter más o menos global que, a su vez, condiciona la importancia relativa del modo en que se transmitieron, de sus repercusiones e incluso, de las respuestas de política económica.

La crisis financieras globales impactaron en las economías de América Latina, principalmente, a través de dos canales: a) el colapso de la producción en las economías asiáticas, que incidió sobre los precios mundiales de las mercancías (lo que socavó los ingresos por exportaciones), así como las finanzas públicas en algunos países de América Latina; y b) la volatilidad en los mercados financieros internacionales, que causó una reducción en la oferta de capital extranjero y dio lugar a movimientos en los tipos de cambio y en las tasas de interés, generando un importante ajuste en la absorción interna.

A diferencia de las crisis financieras de América Latina durante los años 1980 (Argentina: 1980-1982), Chile (1981-1983), Colombia (1982-1985), ocurridas en un marco de excesiva regulación financiera que generó un proceso de desintermediación financiera y, por tan-

«A diferencia de las crisis financieras de América Latina durante los años 1980,... los hechos ocurridos durante las crisis financieras de los años 1990 e inicios de la presente década..., se han producido en un contexto de mayor liberalización y desregulación financiera, donde la incertidumbre y volatilidad se producen como resultado de las fluctuaciones en las políticas económicas y las debilidades estructurales, con un marco legal insuficiente y estándares contables deficientes»



to, la disminución de la confianza de los ahorristas, los hechos ocurridos durante las crisis financieras de los años 1990 e inicios de la presente década en México (1994-1995), Brasil (1999), Ecuador (1999) y Argentina (2001-2002), se han producido en un contexto de mayor liberalización y desregulación financiera, donde la incertidumbre y volatilidad se producen como resultado de las fluctuaciones en las políticas económicas y las debilidades estructurales, con un marco legal insuficiente y estándares contables deficientes.

Los bonos Brady

Los bonos Brady surgieron como instrumentos de servicio de deuda y, dadas sus características, son de alta liquidez y capaz de operar en el mercado secundario. Las opciones del "menú Brady" se diseñaron bajo el principio que los bancos acreedores poseen distintas estrategias de protección de sus activos. Es por ello que si bien inicialmente el "menú Brady" presentaba tres alternativas (la recompra de la deuda y dos tipos de bonos -bonos a la par y bonos descontados-), en la actualidad se han creado una serie de bonos con características diferentes.

Respecto de la composición por continentes del total de emisiones de Brady, América Latina presenta el mayor volumen, representa el 85% del mercado de estos bonos; mientras que Europa (con Bulgaria y Polonia), el 9%; Asia, el 3% y África, el 2%. La emisión de bonos Brady latinoamericanos asciende (en términos nominales) a US\$ 121 mil millones. La mayor cantidad del monto emitido se concentra en Brasil (43,8%); le siguen en orden descendente: Argentina (20,4%), México (11,6%), Venezuela (10,7%), Ecuador (4,9%), Perú (4,1%), Panamá (3,0%), mientras que Uruguay, Costa Rica y República Dominicana representan el 1,4% restante del monto emitido entre 1988 y 1997 (véase el cuadro 1).

Cuadro 1

América Latina y el Caribe: emisiones internacionales de bonos^{1/}
(En millones de US\$)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	1991-2001	
												US\$	%
<i>América Latina</i>	7.192	12.577	28.794	17.941	23.071	46.915	52.003	39.511	38.707	35.615	33.155	335.481	100,00
Argentina	795	1.570	6.308	5.319	6.354	14.070	14.662	15.615	14.183	13.025	1.501	93.402	27,84
Bolivia	-	-	-	10	-	-	-	-	-	-	-	10	0,00
Brasil	1.837	3.655	6.465	3.998	7.041	11.545	14.940	9.190	8.586	11.382	11.449	90.087	26,85
Chile	200	120	322	155	300	2.020	1.800	1.063	1.764	680	2.186	10.610	3,16
Colombia	-	-	567	955	1.083	1.867	1.000	1.389	1.676	1.547	4.263	14.346	4,28
Costa Rica	-	-	-	50	-	-	-	200	300	250	250	1.050	0,31
Ecuador	-	-	-	-	10	-	625	-	-	-	-	635	0,19
El Salvador	-	-	-	-	-	-	-	-	150	50	354	554	0,17
Guatemala	-	-	60	-	-	-	150	-	-	-	325	535	0,16
Jamaica	-	-	-	55	-	-	225	250	-	421	441	1.392	0,41
México	3.782	6.100	11.339	6.949	7.646	16.353	15.657	8.444	9.854	7.078	9.232	102.434	30,53
Paraguay	-	-	-	-	-	-	-	-	400	-	-	400	0,12
Perú	-	-	30	100	-	-	250	150	-	-	-	530	0,16
República Dominicana	-	-	-	-	-	-	200	-	-	-	500	700	0,21
Trinidad y Tobago	-	100	125	150	71	150	-	-	230	250	-	1.076	0,32
Uruguay	-	100	140	200	211	145	479	550	350	443	1.296	3.914	1,17
Venezuela	578	932	3.438	-	356	765	2.015	2.660	1.215	489	1.359	13.807	4,12

1/ Emisiones brutas, incluyen europagarés a mediano plazo
Fuente: Fondo Monetario Internacional

Los spreads de los bonos Brady son una expresión del riesgo país. Sin embargo, en los últimos años, la emisión de bonos globales ha surgido como una medida de ingeniería financiera para evitar el default y como una alternativa para generar confianza en los inversionistas, así como frenar la baja en la rentabilidad de los papeles de deuda. En los últimos cinco años se han realizado veinticuatro transacciones de intercambio de deuda, que suman US\$ 82.700 millones (monto nominal).

Formas de contagio

En general, el contagio se refiere a la transmisión de trastornos en los mercados, proceso que se observa a través de los comovimientos de un conjunto de variables. Entonces, el contagio propiamente dicho aparece cuando los comovimientos no se pueden explicar sobre la base de los fundamentos macroeconómicos. Desde el punto de vista colectivo, el contagio es irracional y se refleja en el pánico financiero, el comportamiento en manada, la pérdida de confianza y el aumento de la aversión al riesgo. Cabe notar que este fenómeno económico es de reciente materia de investigación y que ayuda a explicar las crisis financieras.

La hipótesis principal del modelo empleado para el análisis es que "el contagio se observa cuando se presentan turbulencias en los mercados internacionales, afectando las expectativas respecto de los precios de los

«En general, el contagio se refiere a la transmisión de trastornos en los mercados, proceso que se observa a través de los comovimientos de un conjunto de variables. Entonces, el contagio propiamente dicho aparece cuando los comovimientos no se pueden explicar sobre la base de los fundamentos macroeconómicos»

bonos Brady latinoamericanos. Consecuentemente, el efecto contagio resulta de los procesos de crisis globales que afectan a los mercados financieros internacionales y el desempeño de las economías nacionales".

Las causas de contagio pueden estar divididas conceptualmente en dos categorías. La primera categoría acentúa el spillover, que es resultado de la interdependencia normal entre las economías de mercado. Esta interdependencia requiere que las conmociones, ya sea de una naturaleza global o local, puedan ser transmitidas a través de países por sus vinculaciones reales y financieras. Estas formas de comovimientos normalmente no constituirían contagio, pero si ocurren du-

rante un período de crisis y su efecto es adverso, entonces pueden ser expresadas como tal.

La segunda categoría implica una crisis financiera que no está vinculada a los cambios observados en los fundamentos microeconómicos u otras perturbaciones, pero es únicamente el resultado del comportamiento de los inversionistas u otros agentes financieros. Bajo esta definición, el contagio se origina cuando ocurre un comovimiento, aun cuando no hay choques globales y la interdependencia y los fundamentos no son factores. Una crisis en un país puede ser provocada porque los inversionistas se demoran en retirar sus valores en cartera de muchos mercados, sin tener en cuenta las diferencias en los fundamentos económicos. Este tipo de contagio suele ser causado por fenómenos "irracionales", semejante a los pánicos financieros, al comportamiento del "rebaño", a la pérdida de confianza y a la aversión aumentada de riesgo.

Efectos del contagio

Quizá la forma más común de contagio (internacional) es la de los efectos psicológicos (es decir, el comportamiento de "rebaño"), típica de los mercados de valores con información limitada, donde las propias acciones del mercado constituyen señales informativas importantes, sobre las cuales basan su actividad los que están menos informados. De esta forma, fuerzan incluso a los bien informados a tomar en consideración esas reacciones en sus propias decisiones. Las burbujas y los "estallidos" son típicos de los mercados de valores. Un contagio de tal naturaleza puede, a veces, basarse en la percepción de similitudes en las políticas, en las estructuras económicas o en los vínculos reales entre los países y, por ende, puede centrarse en regiones geográficas particulares (por ejemplo, el Sudeste Asiático o América Latina) o en ciertos tipos de economías o determinados bienes (por ejemplo, los inmobiliarios o los mercados de valores).

La principal lección de la evidencia empírica² obtenida en esta investigación, puede resumirse en la siguiente

«Quizá la forma más común de contagio (internacional) es la de los efectos psicológicos (es decir, el comportamiento de rebaño), típica de los mercados de valores con información limitada...»



«...un período con un alto coeficiente de correlación ajustado puede ser interpretado como un período con una alta probabilidad de incumplimiento implícita en los contratos de deuda»

te proposición: Cuando un analista encuentra una alta correlación entre dos países, sin observar un comportamiento irregular y elevado de la varianza en el mismo período, esta podría constituir un indicador de una alta probabilidad de incumplimiento, situación que, en muchos casos, no es fácilmente observable. En otras

2/ Para probar nuestra hipótesis, nos apoyamos en un modelo de contagio financiero que tomó como referencia los modelos propuestos por Favero, Carlo y Francisco Giavazzi (2000). Looking for Contagion: Evidence from the ERM, NBER Working Paper N° W7797. Cambridge, MA: NBER; Forbes, Kristin y Roberto Rigobon (1999). No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movements, NBER Working Paper N° W7267. Cambridge, MA: NBER. Los métodos estadísticos y en los mercados de bonos Brady latinoamericanos fueron, en primer lugar, los coeficientes de correlación entre las series analizadas [Baig, Taimur e Ilan Goldfajn (1998). Financial Market Contagion in the Asian Crisis, IMF Working Paper N° 98/155. Washington, D.C.: FMI], análisis de vectores autorregresivos (VAR) para medir el grado de comovimiento entre los distintos mercados y crisis [Mason, Paul (1998). Contagion-Monsonal Effects, Spillovers, and Jumps between Multiple Equilibria, IMF Working Paper N° 98/142-EA. Washington, D.C.: FMI; y Favero y Giavazzi (2000), pruebas de identificación a través de la heteroscedasticidad desarrolladas por Forbes y Rigobon (1999) y, por último, la prueba de cambio de régimen desarrollada por Rigobon (1999) [On the Measurement of the International Propagation of Shocks, NBER Working Paper N° W7354. Cambridge, MA: NBER] y Rigobon (2001) [Contagion: How to measure it? Currency crisis conference. NBER, noviembre].

palabras, un período con un alto coeficiente de correlación ajustado puede ser interpretado como un período con una alta probabilidad de incumplimiento implícita en los contratos de deuda.

Sin embargo, las pruebas de correlación presentan severas limitaciones para identificar el contagio, motivo por el cual apelamos a un conjunto de pruebas estadísticas y econométricas (como pruebas de identificación, cambio de régimen y VAR), las que evidencian el carácter cambiante de las finanzas internacionales, las experiencias en cuanto al comportamiento de “rebano” de los flujos financieros internacionales, el contagio internacional y la sensibilidad ante la potencial severidad de sus consecuencias negativas (véase el cuadro 2). Esto hace imperativo abrir una discusión centrada en los mecanismos que pudieran ser desplegados para prevenir un daño innecesario del auge de los flujos de capital privado internacional en los países más pequeños, más vulnerables y más frágiles.

También se hace evidente el hecho de que el riesgo de la región se ha deteriorado, claramente, como consecuencia de las turbulencias internacionales. A los hechos estilizados de la economía, se suma el riesgo político en un contexto caracterizado por la búsqueda de refugios seguros por parte de los inversionistas, lo

«...la vulnerabilidad de las economías ante giros bruscos de los mercados financieros internacionales obedece a: a) la dependencia de flujos de financiamiento altamente volátiles, y b) la solidez de los sistemas financieros nacionales»

que ha provocado una reacción marcada de los mercados. Así, durante el año 2002, la prima de riesgo de América Latina, medida por el EMBI, empezó a subir desde los 650 p.b. a mediados de abril, para situarse por encima de los 900 p.b en el tercer trimestre del año en cuestión. En algunos casos, como el de Brasil, la corrección parece exagerada, pues los 1.700 p.b. de diferencial son niveles de default.

Recomendaciones generales

Las lecciones que surgen del análisis de las crisis sufridas por varios países en la segunda mitad de la década de 1990 (México en 1994-1995; Indonesia, Corea y

Cuadro 2

Resultados del análisis de contagio en el mercado de bonos Brady latinoamericano

Crisis	Correlaciones simples	Correlaciones ajustadas	Prueba de identificación a través de la heterocedasticidad	Análisis de cambio de régimen	VAR
Crisis asiática	Evidencia de contagio en la segunda etapa de la crisis	Evidencia de contagio	Evidencia comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia de contagio poco significativa
Crisis rusa	Fuerte evidencia de contagio inmediato	Evidencia de contagio	Evidencia comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia de contagio poco significativa
Crisis brasileña	Evidencia de comovimiento	Evidencia de contagio	Evidencia comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia de comovimientos
Moratoria de la deuda ecuatoriana	Evidencia de comovimiento	Evidencia de contagio y comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia de comovimientos
Crisis del NASDAQ	Evidencia de comovimiento	Evidencia de contagio y comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia comovimientos	Evidencia de comovimientos
Crisis argentina	Evidencia de comovimiento	Evidencia de contagio	Evidencia y comovimientos	Evidencia de comovimientos	Evidencia de comovimientos

Tailandia en 1997; Rusia en 1998; Brasil en 1998-1999; y Argentina en 2001-2002, entre otras), sugieren que la vulnerabilidad de las economías ante giros bruscos de los mercados financieros internacionales obedece a: a) la dependencia de flujos de financiamiento altamente volátiles, y b) la solidez de los sistemas financieros nacionales. En este sentido, las recomendaciones para prevenir y hacer frente a las crisis están sujetas a las estructuras de los mercados, las políticas fiscales y monetarias desarrolladas en los países, y las expectativas inherentes a los agentes individuales, corporativos, financieros y al Estado.

En el caso de las crisis financieras se recomiendan cinco líneas de acción, sin considerar los controles directos a los capitales (como en el caso chileno): a) Negociar el apoyo financiero por parte del Fondo Monetario Internacional, b) Refinanciación voluntaria del crédito por parte de los acreedores, c) Políticas fiscales (primero austeras y luego expansivas, para acompañar la reactivación), d) Política monetaria graduada a las circunstancias, contractiva en un inicio y más blanda a medida que mejoran las perspectivas, y e) Reformas estructurales (en el nivel de empresas, bancos, etc).

Otras medidas, más bien preventivas de las crisis financieras, tienen que ver con la transparencia en la información y la mejora en las regulaciones financieras, mayores reservas de liquidez, apertura de bancos extranjeros y, en algunos casos, la discutida dolarización.

Con relación al denominado efecto contagio, la lección aprendida a partir de los períodos de turbulencia

de la década pasada, es que el contagio se ha manifestado principalmente a través de dos canales: el comercial y el financiero. También se ha internalizado el hecho de que la inestabilidad financiera, las fallas en el sistema bancario, las crisis cambiarias y las turbulencias macroeconómicas generan procesos de contagio en algunos casos y, en otros, comovimientos.

Asimismo, queda claro que los márgenes de riesgo soberano son una pieza clave para comprender la naturaleza del contagio financiero. Por ejemplo, la inestabilidad de Brasil de 1999 y los desequilibrios de finales del año 2001 en Argentina, tuvieron limitados efectos en sus países vecinos. Sin embargo, la crisis rusa ocasionó daños tremendos en América Latina.

En esta línea de acción, se recomienda coordinar los esfuerzos internacionales para aliviar el contagio, los que pueden provenir de tres fuentes: autoridades económicas de los países desarrollados, instituciones financieras internacionales y los inversionistas privados. Las autoridades de los países desarrollados se encargarían de suministrar liquidez al sistema financiero. Las instituciones financieras internacionales o prestamistas oficiales deberían tomar la iniciativa para suministrar nuevo financiamiento a aquellos países que han perdido, temporalmente, el acceso a los mercados financieros externos por el contagio. Por su parte, los agentes privados deberían comprometer su participación para promover y exigir incentivos financieros adecuados, que limiten la gravedad del contagio. De ahí la necesidad de establecer incentivos oficiales para alentar el financiamiento privado voluntario.