

# Situación actual y perspectivas del mercado de deuda de las economías emergentes

Sofía García Gámez \*

José Vicéns Otero \*\*

*En la actualidad los mercados de deuda de las economías en vías de desarrollo muestran una coyuntura favorable para la atracción de capitales. Sin embargo, dicha transferencia de capital debe realizarse con cautela ante el riesgo de un posible recrudecimiento de las condiciones crediticias de las que dependen. En el presente documento se analizan y contrastan la coyuntura económica y financiera actual de los países emergentes con los factores que desde el marco teórico y la literatura empírica condicionan los colapsos simultáneos en los mercados cambiario y de deuda.*

**Palabras claves:** mercados financieros, países en desarrollo, coyuntura económica, crisis financiera.

**Clasificación JEL:** F34



COLABORACIONES

## 1. Introducción

Un ataque especulativo contra la moneda de un país y el cese en el cumplimiento de los compromisos financieros por parte de una nación conllevan enormes costes para las sociedades en las que tienen lugar. Así, la pérdida de confianza por parte de los inversores en la política económica de un país se materializa, finalmente, en términos de destrucción de empleo y en incrementos de los

niveles de pobreza, dos de las secuelas más visibles de las crisis financieras.

En este sentido, el conocimiento de las causas que originan los colapsos financieros y los mecanismos de transmisión de las crisis se convierte en una herramienta imprescindible para evitar la aparición de nuevos episodios, y además, para establecer lecciones que sean de utilidad al resto de economías que se encuentren en una situación de vulnerabilidad financiera o estén sumergidas en una crisis.

El presente documento tiene por finalidad alertar sobre el mayor endeu-

\* Profesora, Universidad Autónoma de Madrid.

\*\* Catedrático de Economía Aplicada, Universidad Autónoma de Madrid.

damiento a corto plazo de las economías emergentes y los efectos perversos que tendrían que afrontar si tuvieran lugar nuevos episodios de crisis, dada la posibilidad de un endurecimiento de las condiciones crediticias, como consecuencia de las actuales y futuras elevaciones en la cotización de los precios del petróleo. Para ello el documento se ha estructurado como sigue: en el apartado 2 se analiza la situación actual de los mercados emergentes y en el apartado 3 se profundiza tanto en las aportaciones teóricas como en las empíricas que analizan los detonantes comunes de las crisis de deuda y las de tipo de cambio.

tasas de interés en niveles mínimos (de corto y de largo plazo), así como el aumento progresivo de la liquidez internacional han favorecido el flujo de capitales hacia las economías emergentes.

A tales elementos habría que añadir la mejora generalizada de los fundamentos económicos de los países emergentes, los cuales se pueden agrupar en varios factores. Por un lado, se encuentra el incremento de los términos de intercambio, producto del aumento de la cotización de las materias primas en los mercados internacionales, que ha contribuido a la progresiva acumulación de superávits en la cuenta corriente de la balanza de pagos y por tanto, al crecimiento sostenido de las reservas internacionales en este grupo de países.

Por otro lado, se encuentra el mayor crecimiento del PIB de estos países en comparación con el exhibido por las naciones desarrolladas, hecho que ha estado favorecido por la creciente globalización manifestada a través de la puesta en marcha de procesos de integración y el aumento del comercio entre fronteras. Los procesos de integración protagonizados por algunos países de Europa Central y Oriental, así como la progresiva incorporación de China e India a los mercados de

## 2. Situación de los mercados financieros emergentes

Superadas las crisis de Argentina, Rusia y Ecuador, los mercados financieros en general, y en especial los emergentes, se han caracterizado por un período de estabilidad y calma. La mejora en el entorno internacional (Cuadro 1) caracterizada por una senda firme y sostenida de crecimiento del PIB mundial por encima del 4 por 100 (desde finales de 2003),



COLABORACIONES

CUADRO 1 PRINCIPALES VARIABLES ECONÓMICAS Y FINANCIERAS Países Desarrollados y Mundo							
	VARIABLES macroeconómicas	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Mundo	Crecimiento económico (%)	4,9	2,1	3,1	4,1	5,3	4,8
Países Desarrollados	Crecimiento económico (%)	3,9	1,2	1,5	1,9	3,2	2,6
	Tipos de interés de largo plazo (%) <sup>1/</sup>	5,1	4,4	4,1	3,6	3,8	3,6
	Tipos de interés de corto plazo (%) <sup>2/</sup>	4,4	3,2	2,1	1,6	1,7	2,5
	Liquidez monetaria <sup>3/</sup> (M2) (%)	4,9	8,1	5,7	5,5	5,3	5,6
	Inflación (%)	2,2	2,1	1,5	1,8	2,0	2,3

<sup>1/</sup>Promedio de la tasa anual de interés de EE.UU, Japón, Zona Euro, Reino Unido y Canadá.  
<sup>2/</sup>Promedio de la tasa de interés a tres meses de EE.UU, Japón, Zona Euro, Reino Unido y Canadá.  
<sup>3/</sup>Tasa anual de Crecimiento.

NOTA: Las cifras sobre países desarrollados corresponden a EE.UU, Alemania, Australia, Austria, Bélgica, Canadá, Chipre, Corea del Norte, Dinamarca, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Hong Kong, Irlanda, Islandia, Israel, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Nueva Zelanda, Portugal, Reino Unido, Singapur, Suecia, Suiza y Taiwán.

Fuente: *World Economic Outlook, FMI, september 2006*

CUADRO 2  
**ESCENARIO MACROECONÓMICO**  
 Países Emergentes

Principales variables	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Crecimiento económico (%)	4,4	5,1	6,7	7,7	7,4	7,3	7,2
Balance Fiscal de Gobierno Central/PIB (%)	-3,1	-3,5	-2,8	-1,7	-0,9	-0,5	-0,3
Precio de las materias primas (excepto petróleo) <sup>1/</sup> (%)	-7,0	2,2	8,4	20,8	12,3	26,7	-5,4
<b>Indicadores de solvencia y liquidez</b>							
Saldo de la deuda externa/PIB (%)	37,0	37,2	35,8	33,1	28,9	26,2	25,2
Pago de intereses/exportaciones de ByS (%)	7,4	6,2	5,8	4,7	4,4	4,3	4,0
Amortización de capital/exportaciones de ByS (%)	16,0	14,7	13,7	10,8	10,8	9,0	7,1
Reservas internacionales/importaciones de ByS (%)	51,0	57,1	62,0	64,1	69,2	72,7	78,6
<b>Balanza por cuenta corriente<sup>2/</sup></b>							
Países petroleros	83,4	63,3	108,9	182,2	335,3	505,1	556,9
Países no petroleros	-43,4	15,2	38,9	29,7	89,4	81,5	82,1

NOTA: Las estadísticas corresponden a 145 países clasificados por el FMI como no desarrollados.

<sup>1/</sup>Tasa anual de crecimiento.

<sup>2/</sup>Billones de dólares.

Fuente: World Economic Outlook, FMI, September 2006.

bienes y de capitales internacionales, son los mejores ejemplos de este fenómeno.

Finalmente, otro factor importante en la mejora de la macroeconomía de los países emergentes ha sido la reducción en las necesidades de financiación del sector público, tal y como recoge el Cuadro 2.

Todo ello ha contribuido a mejorar los indicadores de solvencia y liquidez crediticia en los países emergentes. En este sentido, se puede apreciar una reducción de más de diez puntos en la carga de la deuda externa de las economías emergentes, una disminución del 50 por 100 en el peso del servicio de la deuda externa sobre las exportaciones, principal

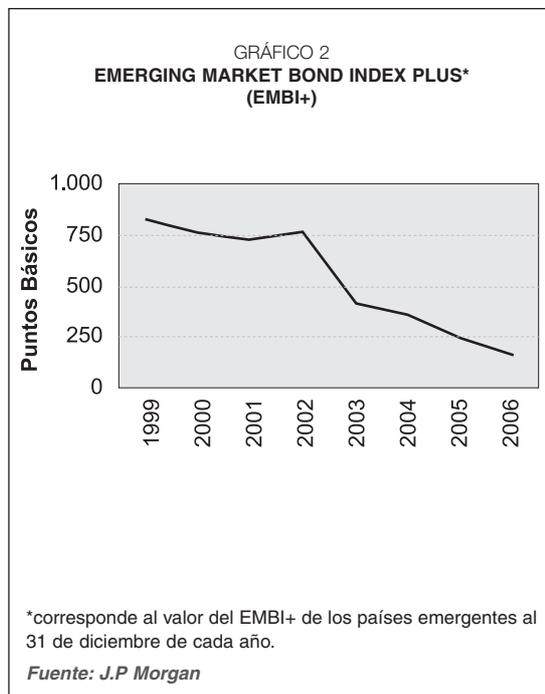
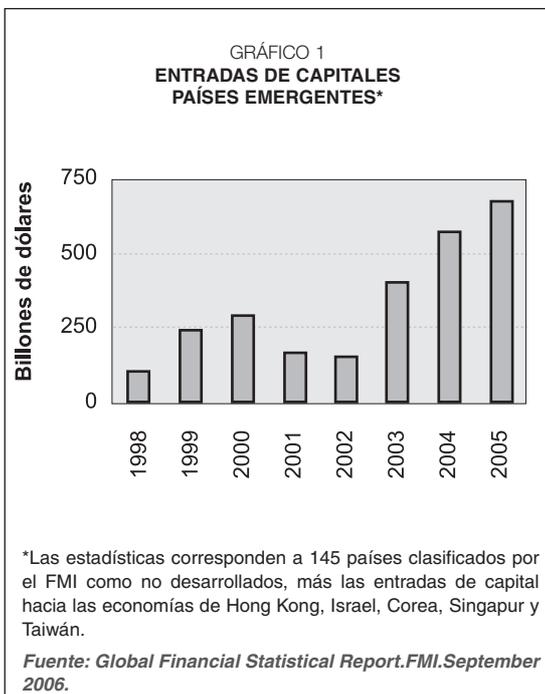
fuerza de divisas de esta clase de países y, un incremento de la liquidez internacional, representado por el indicador de reservas internacionales en términos de importaciones de bienes y servicios, el cual presenta una mejora de más de 20 puntos entre el período 2001 y 2006. Tales mejoras han afianzado las expectativas, por parte de los inversores, sobre un incremento en la capacidad de pago de estos países, lo que ha supuesto paulatinas reducciones en las primas de riesgo país y además una menor volatilidad de los mercados de tipo cambio, hechos que en definitiva suponen un acceso a los mercados financieros internacionales en condiciones más favorables.



COLABORACIONES

**Recuadro  
 RIESGO PAÍS**

Por riesgo país se entiende la posibilidad de que un conjunto de prestatarios de una nación determinada sean incapaces de cumplir, en los momentos previamente establecidos para ello, con el pago de los intereses y del capital derivados de sus obligaciones o deuda con los acreedores extranjeros. Cuando los acreedores perciben un incremento en la probabilidad de incumplimiento demandan una mayor prima por el mayor riesgo asumido. El spread soberano o índice de riesgo país es la sobre tasa o el diferencial que debe pagar un bono (o una canasta) de un país determinado, con respecto al rendimiento de una canasta de bonos norteamericanos, que posean características similares (plazo, cupón y amortización etc.). El valor resultante se mide en puntos básicos porcentuales, donde cada 100 de estos puntos básicos porcentuales se corresponden con un 1 por 100 de las tasas frecuentemente empleadas por los mercados financieros. Uno de los indicadores más frecuente de riesgo país es el Emerging Market Bond Index Plus (EMBI+), este indicador es un índice que elabora JP Morgan para medir la evolución conjunta de la deuda de un conjunto de países emergentes que agrupa (a través de una media ponderada) los spread de los bonos soberanos denominados en dólares, principalmente de economías de América Latina (80 por 100) y de otros países como Bulgaria, Marruecos, Nigeria, Filipinas, Polonia, Rusia y Sudáfrica.



**COLABORACIONES**

Sin embargo, a pesar de las mejoras en las condiciones financieras que exhiben los mercados, la cautela debe ser la constante al analizar el futuro escenario que deben afrontar las economías emergentes, dado los siguientes aspectos:

En primer lugar a pesar de que el contexto energético presenta una ralentización en la cotización de los precios del petróleo (1) (atribuido principalmente a la combinación de las altas temperaturas invernales y el exceso de reservas para la calefacción en Estados Unidos), dada la volatilidad del mercado de los hidrocarburos, no debe descartarse una súbita elevación de los precios de los carburantes en el corto plazo (2). Asimismo, la prolongada debilidad de la divisa norteamericana frente a la libra esterlina y el euro invitan, de igual modo, a la corrección al alza

de los precios del crudo (3). Por tanto, no debe desdeñarse el escenario inflacionista, de finales del año pasado, que suponía en el corto plazo la continuidad en la aplicación de políticas monetarias restrictivas (elevación progresiva en el precio del dinero), para mitigar los efectos perversos de la inflación sobre el crecimiento de las economías avanzadas.

Todo lo anterior en un contexto de mayor endeudamiento de algunas economías emergentes, en especial en los países que deben afrontar en el corto plazo, encienden la alarma y hacen un llamamiento sobre un posible empeoramiento de las condiciones crediticias de los países emergentes.

En este contexto y a la luz de la velocidad con la que se mueven los capitales en la actualidad, sería conveniente no descartar la posibilidad de futuros colapsos en los mercados de deuda, aún bajo condiciones aparentemente favorables. El rol creciente que juegan las expectativas

(1) El marcador WTI acumula un descenso, al cierre de febrero, superior al 20 por 100 en comparación con el mes de julio, cuando crudo alcanzó la cifra histórica de 74,33 US \$ por barril.

(2) Algunos analista aseguran que la bajada de los precios del petróleo es transitoria debido al incremento estimado en la demanda producto de la recuperación económica mundial, los fenómenos climatológicos previstos para este año y los factores geopolíticos que continuarán presionando al alza la cotización de los carburantes.

(3) Instituto Lawrence R. Klein (2006): «Informe Tendencias» N° 55.

CUADRO 3  
**PERFIL DE LA DEUDA EXTERNA**  
 Países Emergentes

Principales variables	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Stocks de deuda<sup>1/</sup></b>							
Deuda de corto plazo	349	343	418	511	606	679	745
Deuda de largo plazo	2.032	2.108	2.256	2.408	2.407	2.472	2.607
Total	2.381	2.451	2.675	2.919	3.012	3.151	3.352
<b>Tasa de crecimiento (%)</b>							
Deuda de corto plazo		-1,8	22,1	22,2	18,5	12,1	9,8
Deuda de largo plazo		3,8	7,0	6,7	0,0	2,7	5,5
Total		2,9	9,1	9,1	3,2	4,6	6,4
<b>Estructura de la deuda (%)</b>							
Deuda de corto plazo	15	14	16	18	20	22	22
Deuda de largo plazo	85	86	84	82	80	78	78

<sup>1/</sup>Billones de dólares

NOTA: Las estadísticas corresponden a 145 países clasificados por el FMI como no desarrollados.

Fuente: *World Economic Outlook, FMI, September 2006 y elaboración propia.*

en relación con la posibilidad de una suspensión de pagos por parte de las autoridades de una nación, y el comportamiento gregario de los agentes (4), pueden condicionar a una súbita retirada de capitales de estas economías.

Cabe destacar, que las crisis de deuda constituyen colapsos en las cuentas de capital derivadas de una aguda caída en la entrada neta de capitales privados, dificultando severamente la posibilidad de cumplir con el pago puntual de sus compromisos financieros. La literatura financiera resalta la dificultad de establecer límites entre una crisis de solvencia y una de liquidez. Sin embargo, la intensidad con la que puede tener lugar una crisis de liquidez se encuentra condicionada a la rigidez del mercado cambiario y a la debilidad del sistema financiero (Jadresic et al 2003). La debilidad manifestada en los dos últimos mercados ha sido extensamente analizada bajo la denominación de Crisis Gemelas» o «Twin Crisis». Estos modelos catalogados como modelos de Tercera Generación, que analizan la interrelación entre la ruptura del

sistema cambiario y la crisis del sistema financiero, a pesar de constituir un fenómeno relativamente reciente, han sido ampliamente debatidos y analizados en el campo de las finanzas internacionales.

Sin embargo, es importante destacar la existencia de un grupo alternativo de crisis gemelas: «las crisis cambiarias y las crisis sobre deuda soberana» (5). Los desarrollos teóricos relativos a esta tipología de crisis son más recientes y tomaron como base el trabajo empírico realizado por Reinhard (2002) (6), en el que demostró que el 84 por 100 de los incumplimientos en el pago de los compromisos financieros externos de las economías emergentes están asociados con crisis cambiarias. La importancia de analizar ambos sucesos de manera simultánea queda explícita en el número de crisis gemelas encontradas: 102, 24 y 34 respectivamente, en las aplicaciones empíri-



COLABORACIONES

(4) Conducta que tiene lugar bajo el supuesto de información imperfecta y asimétrica, que supone que los primeros «n» agentes que perciben malas noticias optarán por vender moneda local en el caso de un modelo que intente explicar una crisis cambiaria, o demandar una prima adicional en el caso de una crisis de deuda. El agente «n+1» tenderá a imitar la conducta de los «n» que le precedieron, independientemente de la información de la cual él disponga (Rodríguez, 2001).

(5) La deuda soberana está conformada por el pasivo externo otorgado de forma directa al gobierno de una nación, así como también por todo aquél que se encuentre garantizado por el mismo.

(6) En el que se analiza en 58 economías emergentes (desde 1970 hasta 1999), la capacidad del rating para predecir las crisis en el mercado de deuda y en el mercado monetario. Cabe señalar que el rating constituye, según el Banco de España (1987), «una medida cualitativa del grado de riesgo crediticio de una deuda, es decir, de la capacidad del prestatario de devolver el principal y los intereses en las fechas establecidas en el contrato de emisión». Dichas calificaciones como lo señala Dalas (1993) sólo reflejan la opinión de las agencias que las emiten, en cuya determinación intervienen elementos cualitativos y cuantitativos.

CUADRO 4  
**NÚMERO DE CRISIS FINANCIERAS.**  
**EVIDENCIA EMPÍRICA**  
 Países Emergentes\*

<b>Autores</b>	<b>Sólo de deuda</b> Crisis de deuda sin crisis cambiarias	<b>Sólo de tipo de cambio</b> (Crisis cambiarias sin crisis de deuda)	<b>Gemelas</b> (Crisis de deuda y crisis cambiarias de forma simultánea)
Bauer, Herz y Kart (2005)	229	145	102
Dreher, Herz y Kart (2004)	246	145	34
Herz y Tong (2004)	126	111	24

\*La muestra empleada en cada uno de los trabajos se describen en los pies de páginas Nº 12,13 y 14.

Fuente: *Elaboración propia.*

cas que sobre esta tipología de crisis llevaron a cabo Bauer, Herz y Kart (2005), Dreher, Herz y Kart (2004) y Herz y Tong (2004). Para analizar detalladamente este suceso, los autores detectaron los episodios de crisis cambiarias y de deuda que tenían lugar como sucesos aislados, separándolos de aquellas crisis en las que el colapso en los mercados de deuda y de tipo de cambio ocurrían de manera simultánea. La disparidad entre el número de crisis gemelas detectadas, en los trabajos antes mencionados, se debe fundamentalmente a la definición de crisis cambiaria y de deuda empleada por cada uno de los autores (7). En cualquier caso, las cifras alcanzadas en cada uno de los estudios no son nada desdeñables.

### 3. Últimas aportaciones en la explicación de las crisis de deuda: el caso gemelas

La literatura teórica en torno a las causas que originan los episodios de crisis financieras es extensa y se ha ido adecuando a los cambios experimentados en los mercados financieros internacionales, pudiéndose encontrar por un lado, los modelos generacionales que intentan explicar los ataques especulativo en contra de las monedas (crisis cambiarias) y por otro, el conjunto de desarrollos teóricos que analizan las condiciones (8) que derivan en un incumplimiento de las obligaciones financieras externas (crisis de deuda).

Más específicamente, los denominados modelos de primera generación señalan como la causa del ataque especulativo contra el tipo de cambio la fuente de financiación de los desequilibrios en las cuentas fiscales (9), mientras que los modelos de segunda generación (o de expectativas autorrealizables), atribuyen

(7) Cristian Bauer, Bernhard Herz y Volker Karb (2005) emplearon la definición de Frankel y Rose (1999) para el análisis del tipo de cambio, entendiendo por crisis cambiaria cuando tiene lugar una devaluación de la moneda de por lo menos un 25 por 100 en un mes dado, siempre que este porcentaje superara en al menos un 10 por 100 la depreciación del mes anterior, y la de Beers y Chambers (2002) en lo relativo a la crisis de deuda, entendiendo por ésta que los países o bien hagan una reprogramación de los pagos externos o dejen de cumplir con el servicio de la deuda. Por su parte Bernhard Herz y Hui Tong (2004) emplearon igualmente la definición utilizada en el trabajo de Frankel y Rose (1996) para el análisis de las crisis cambiarias y consideraron como crisis de deuda cuando tenía lugar una reprogramación de la deuda externa, bajo la dirección del Club de París. Finalmente, Axel Dreher, Bernhard Herz y Volker Kart (2004), para medir el colapso en el tipo de cambio utilizaron la misma definición que Reinhart (2002), en el caso de economías no inflacionarias (se aplicó un índice resultante del promedio entre la tasa de crecimiento del tipo de cambio y las reservas internacionales, empleando, adicionalmente las desviaciones típicas del tipo de cambio y de las reservas internacionales de forma tal que se igualaran las volatilidades de ambos), definiendo un episodio de crisis cuando el valor del índice superara al menos una desviación típica al promedio de este, finalmente el índice empleado para medir una de crisis de deuda, suma de los atrasos incurridos en el pago de los intereses y el capital correspondiente al servicio de la deuda, debía superar al menos el 75 por 100 del servicio de la deuda para ser considerado como una crisis.

(8) Un análisis detallado sobre los condicionantes del riesgo soberano de las economías emergentes se puede encontrar en García y Vicéns (2006).

(9) Barberá y Blanca (2004), destacan que en esta clase de modelos la crisis ocurre porque las autoridades mantienen la paridad cambiaria fija y simultáneamente aplican una política monetaria expansiva con la finalidad de financiar el desequilibrio de las finanzas públicas. No obstante, dado que la demanda de dinero (en esta clase de modelos), es fija, la expansión de la oferta monetaria redundaría en una reducción de las reservas internacionales del país en cuestión. Así, la monetización del déficit fiscal es una política inconsistente con la de tipo de cambio fijo que finalmente terminará por minar las reservas internacionales teniendo en consecuencia que abandonar el régimen cambiario.



COLABORACIONES

el ataque especulativo a la existencia de distintas percepciones que conducen a la aparición de equilibrios múltiples, a los cuales la economía puede tender dependiendo de las creencias y del comportamiento gregario de los agentes (10).

Por otro lado, del cuerpo de teorías que intentan explicar por qué tiene lugar un incumplimiento del pago de los compromisos financieros, Morales y Tuesta (1998) señalan que un país incurre en una suspensión de pagos debido, fundamentalmente, a dos razones: a) porque no pueda cumplir con sus compromisos financieros (enfoque de Capacidad de Pago), o b) porque no esté dispuesto a hacerlo (enfoque de Coste Beneficio).

En relación a las crisis gemelas la literatura financiera señala que la elevación de los tipos de interés internacionales puede conducir el estallido simultáneo en los mercados de deuda y cambiario: bajo perfecta movilidad de capitales, si los deudores domésticos necesitaran refinarciarse o emitir deuda se verían en la necesidad de incrementar los tipos de interés domésticos. Los efectos adversos sobre el consumo y la inversión traerían una merma en la demanda agregada, desencadenando una pérdida de producción y empleo. En la obra de Dreher et al (2004) se resumen las secuelas que un alza en los tipos de interés internacionales tendría sobre la balanza de pagos y las finanzas públicas:

- En relación a la balanza de pagos: los modelos sobre crisis cambiarias señalan que el gobierno tendría grandes incentivos para abandonar la paridad e impulsar el crecimiento empleando una política monetaria expansiva; adicional-

mente consideran que los especuladores que se comportan de una manera racional, se anticiparán a la devaluación, efectuando huidas inesperadas de capital e incrementando, de este modo, la presión en el mercado cambiario. El aumento de los costes que supone defender la paridad instará al gobierno a abandonarla.

- En relación a las finanzas públicas: tales efectos incorporarán por un lado, presiones sobre el presupuesto del gobierno, el cual se vería en la obligación de elevar el gasto, (de transferencias sociales) teniendo que incrementar los impuestos, hecho que elevaría la probabilidad de un incumplimiento en el servicio de la deuda, validando igualmente las expectativas de los especuladores. Una vía adicional que podría generar el estallido en el mercado de deuda lo constituye el denominado «pecado original» (11). A diferencia de los países desarrollados, la mayoría de las economías emergentes son incapaces de endeudarse a largo plazo en sus propias monedas. Este hecho, añade un plus a la vulnerabilidad de los países emergentes, ya que una devaluación y un aumento de los costes por elevación de los de tipo de interés supone un incremento en el servicio de la deuda externa y por tanto, un incentivo para incumplir con el pago a sus acreedores internacionales.

A este marco teórico habría que añadir el grupo de modelos que estudian la interrelación simultánea entre ambos tipos de crisis, destacando que éstos son recientes y exiguos. En esta clase de modelos la decisión de devaluar y la de incurrir en suspensión de pagos no se toma de manera aislada, sino que depen-



COLABORACIONES

(10) El primer aporte teórico en esta clase de modelos lo realizó Obstfeld (1996) quien dedujo que la existencia de equilibrios múltiples es posible y que un cambio en las expectativas puede originar un quebrantamiento de los fundamentos económicos desencadenando en consecuencia una crisis financiera.

(11) Un mayor detalle sobre el pecado original de las economías emergentes se puede encontrar en Eichengreen, Hausmann y Panizza (2003): «Currency Mismatches, Debt intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters» y en Eichengreen, Hausmann y Panizza (2002): «Original Sin The Pain, The Mystery, and the Road to Redemption».

CUADRO 5 OPCIONES DE POLÍTICA ECONÓMICA		
	No Suspender el servicio de la deuda	Suspender el servicio de la deuda
No devaluar	No habrá crisis	Crisis de deuda
Devaluar	Crisis Cambiaria	Crisis Gemelas

*Fuente: Bauer et al (2003) página 4.*

den por un lado, de los costes y los beneficios que estas decisiones impliquen para la sociedad en su conjunto, y por otro de las expectativas que posean los agentes sobre las políticas fiscal y monetaria a seguir en el futuro por las autoridades del país. Dentro de esta corriente teórica destacan los modelos de Bauer-Herz-Karb (2003) y el de Herz y Tong (2004).

El modelo desarrollado por Bauer *et al.* (2003) señala que la ocurrencia de ambos tipos de crisis (las cambiarias y las de deuda), no se debe, exclusivamente, al deterioro de los fundamentos económicos, sino que pueden desencadenarse producto de un cambio repentino en las expectativas de los agentes. Los autores destacan que las crisis con «expectativas que se autocumplen» tienen lugar cuando los fundamentos económicos alcanzan un determinado nivel en el que tienen lugar equilibrios múltiples. La principal aportación de este modelo radica en la diligencia de la política económica para evitar el colapso en los mercados monetarios y de deuda. Así, la conducción de la economía hasta alcanzar bajos niveles de endeudamiento y adecuados niveles en los fundamentos económicos podría minimizar el riesgo de crisis en los mercados, dado que erradicaría las expectativas perversas.

Por su parte, Herz y Tong (2004) señalan a la financiación del déficit como la fuente de vulnerabilidad financiera. Si el gobierno no tiene capacidad o no está

dispuesto (por presiones institucionales o políticas), a incrementar la presión tributaria, o a reducir el gasto deberá financiar el déficit o bien, incumpliendo parcialmente sus obligaciones financieras, o a través de un incremento de la oferta monetaria que impulsaría al alza el nivel de precios (lo que bajo el supuesto de paridad del poder adquisitivo significa un devaluación del tipo de cambio en la misma magnitud), o finalmente, a través de una combinación de ambas (crisis gemelas). De este modelo se deriva que la política de financiación del presupuesto, el estado de los fundamentos económicos y las expectativas de los agentes son variables determinantes en la ocurrencia y contagio de las crisis financieras. Si los agentes perciben que la tasa de incumplimiento de los compromisos financieros a la que se compromete el gobierno no es creíble, demandarán una prima mayor por el riesgo asumido incrementando el servicio de la deuda. El consecuente deterioro en las finanzas públicas induciría al gobierno a suspender el pago de sus compromisos externos y adicionalmente a financiar su gestión mediante inflación (devaluación).

Por su parte, las aplicaciones empíricas llevadas a cabo sobre la naturaleza de las crisis gemelas que nos atañe señalan el estado de algunos fundamentos económicos como la causa común del colapso simultáneo en ambos mercados. En la aplicación de Herz y Tong (2004) (12) las variables reservas internacionales en relación a las importaciones, el crecimiento del PIB y la inversión extranjera directa como porcentaje de la deuda externa constituyeron los fundamentos económicos que condicionan la aparición

(12) Estudiaron si la relación entre las crisis gemelas se debían a causas comunes o al contagio de un tipo de crisis a otra. Para ello analizaron a 74 economías emergentes durante el período muestral 1975-2001.



COLABORACIONES

del colapso en los mercados de deuda y tipo de cambio. Por su parte, los autores Dreher, Herz y Kart (2004) (13), demostraron que la única variable económica que vincula la existencia entre ambos episodios de crisis es la variable deuda pública. Finalmente Bauer, Herz y Kart (2005) (14) encontraron que el nivel que presentan algunos indicadores económicos y financieros, como el dinero (M2) en término de las reservas internacionales, la balanza fiscal en porcentaje del PIB, el indicador meses de importación (15) y el tamaño del sector público (total gasto público/PIB) constituyen los indicadores relevantes para analizar un eficaz sistema que anticipe la posibilidad de ocurrencia simultánea de ambas crisis.

Cabe destacar, que en las aplicaciones empíricas sobre los desencadenantes de las crisis gemelas, se observa una desviación con respecto a los fundamentos que las actuales teorías señalan como determinantes de las mismas. En este sentido, para perfeccionar los sistemas de alerta anticipada deberían incluirse, en las futuras investigaciones sobre esta materia, variables proxys que representen por un lado las expectativas de los agentes y por otro el efecto que ocasionarían las variaciones del tipo de interés de las economías avanzadas sobre los mercados de deuda y de tipo de cambio en las economías emergentes.

#### 4. Conclusiones

Si bien en la última década el porcentaje de crisis se ha reducido considerablemente, pudiéndose afirmar que en la actualidad los mercados monetarios y de deuda se encuentran en un período de estabilidad y calma, el incremento paulatino de los tipos de interés que caracteriza la coyuntura actual de las economías avanzadas, con la finalidad de mitigar los efectos de la inflación generada por el incremento sostenido de los precios del petróleo, y en algunos casos para aminorar el crecimiento económico exhibido por encima del potencial, debe alertar, tal y como se sugiere en el marco teórico, sobre la posibilidad de nuevos episodios de crisis gemelas en los mercados emergentes.

Adicionalmente, queda demostrado a través de los análisis empíricos que los responsables políticos, en este tipo de países, deben conservar en buen estado los fundamentos macroeconómicos, en particular el nivel y estructura del endeudamiento y financiar, adicionalmente, su política fiscal con mecanismos quizás menos populares (incrementos de impuestos o reducción de gastos) pero que garanticen una correcta formación de expectativas de los agentes.

Cabe señalar también que ninguna crisis es igual a otra. Sin embargo, las lecciones del pasado deben permanecer latentes en la memoria, dada la velocidad con la que se mueven los capitales y el comportamiento gregario de los agentes, características del entorno globalizado de las actuales finanzas internacionales y en el que se podrían originar repentinos episodios de crisis.

(13) Investigaron aisladamente cuáles constituían los determinantes de cada tipo de crisis. El análisis se realizó para un total de 80 países en vías de desarrollo, durante el período 1975-2000.

(14) Analizaron 62 países de renta media (de entre 766 y 9.360 \$ con más de un millón de habitantes) durante el período 1975-2002, con el objetivo de demostrar que las crisis gemelas (cambiarías y de deuda), difieren de las crisis cambiarías y de deuda definidas como fenómenos aislados, en términos de causas, desarrollo y consecuencias.

(15) Resulta de dividir el total de reservas acumuladas en un año entre un mes promedio de importaciones. Tres meses de importación son generalmente suficientes como una adecuada medida de liquidez externa. Sin embargo para aquellos países con una elevada carga de la deuda y un elevado servicio de intereses debe ser mayor aún.



COLABORACIONES

## Bibliografía

- [1] BANCO DE ESPAÑA (1987): Circular N°22 del 29 de junio. Norma Cuarta de la Sección Primera. Pag 8.
- [2] BARBERÁ, R., BLANCA, M. (2004): «La interpretación de las crisis financieras a través de la literatura académica». Información Comercial Española (ICE). N° 816, agosto, pp. 9-21, Madrid.
- [3] BAUER, C., BERNHARD H., B., KARB, V. (2005): «Are twin currency and debt crises special?», September, pp. 1-35. web site: <http://opus.zbw-kiel.de/volltexte/2006/4734/pdf/Herz.pdf>
- [4] BAUER, C., HERZ, B., KARB, V. (2003): «Another Twin Crisis: Currency and Debt», Diskussionspapier 04-03, ECONPAPERS, web site: [http://www.fwiw.uni-bayreuth.de/Workingpapers/WP\\_04-03.pdf](http://www.fwiw.uni-bayreuth.de/Workingpapers/WP_04-03.pdf). pp. 1-36.
- [5] INSTITUTO LAWRENCE R. KLEIN (2006): «Informe Tendencias» N° 55.
- [6] DALLAS, G. (1993): «Las agencias de calificación y el mercado de renta fija.». Papeles de Economía Española. N° 54.
- [7] DREHER, A., HERZ, B., KARB, V. (2004): Is there a causal link between Currency and Debt crises?. April. Web site: <http://econwpa.wustl.edu:80/eps/if/papers/0404/0404005.pdf>.
- [8] EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., PANIZZA, U. (2003): «Currency Mismatches, Debt intolerance and Original Sin: Why they are not the same and why it matters». National Bureau of Economic Research. Working Papers N° 10036. October, pp. 1-62, Massachusetts, Web site: <http://papers.nber.org/papers/w10036.pdf>.
- [9] EICHENGREEN, B., HAUSMANN, R., PANIZZA, U. (2002): «Original Sin. The Pain, The Mystery, and the Road to Redemption». Inter-American Development Bank. Seminar papers, November, pp. 1-77, Web site: <http://www.iadb.org/res/publications/pubfiles/pubS-158.pdf>.
- [10] INTERNATIONAL MONETARY FOUND (2006): «World Economic Outlook». Statistical Appendix. September.
- [11] INTERNATIONAL MONETARY FOUND (2006): «Global Financial Statistical Report». Statistical Appendix. September.
- [12] GARCÍA, S., VICÉNS, J. (2006): «Factores condicionantes en la medición del riesgo soberano en los países emergentes». Estudios de Economía Aplicada. Volumen 24-1, abril, pp. 245-272
- [13] HERZ, B., TONG, H., (2004): «The inter-raccions between Debt and Currency Crises- Common causes or contagion?». Universität Bayreuth, Diskussionspapier 17, December, pp. 1-42.
- [14] JADRESIC, E., SCHMIDT-HEBBEL, K., VALDES, R. (2003): «Crisis financieras internacionales, prestamista de ultima instancia y nueva arquitectura financiera internacional». Cuaderno de economía. Vol.40, N°.120 pp. 359-391. Sitio web: [http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0717-68212003012000009&script=sci\\_arttext](http://www.scielo.cl/scielo.php?pid=S0717-68212003012000009&script=sci_arttext)
- [15] MORALES, J., TUESTA P. (1998): «Calificaciones de Crédito y Riesgo País». Banco Central de la Reserva del Perú. Revista de Estudios Económicos. N° 3. Agosto.
- [16] OBSTELFD, M., (1996): «Model of currency crises with self-fulfilling features». European Economic Review, N° 40, Pag. 1037-1047.
- [17] REINHARD, C. (2002): «Default, Currency Crises and Sovereign Credit Rating», The World Bank Economic Review, Vol 16 N° 2 Pag. 151-170.
- [18] RODRÍGUEZ, G. (2001): «Globalización, Crisis Financieras y Dolarización». Ponencia presentada ante las Jornadas sobre Globalización realizada por el Instituto Universitario de Estudios Norteamericanos. Universidad de Alcalá. <http://www2.uah.es/iuen/workingpapers/rodriguez.htm>



COLABORACIONES