



EL CONTAGIO ECONÓMICO Y FINANCIERO: CONCEPTOS BÁSICOS

Juan José Toribio

Obviamente, el vocablo «contagio», introducido en la economía hace poco más de una década, y popularizado en años recientes, procede del ámbito de la medicina. En términos de razonamiento económico, trata de aplicarse a aquellas situaciones en las que desequilibrios financieros, de balanzas de pagos, o de actividad productiva, originados en un país o área determinada, repercuten de forma significativa a otras economías que, en principio, no parecían presentar esos mismos problemas o, al menos, no en términos tan severos como eventualmente se manifiestan.

Con frecuencia, el término «contagio» provoca reacciones emocionales, no tanto entre los estudiosos y analistas de la economía, como entre las autoridades y organismos responsables del diseño e implementación de programas de política económica. Tal dimensión emocional parece obedecer a dos razones aparentes.

En primer lugar, el vocablo «contagio» se asocia a fenómenos negativos, como la enfermedad, la patología, o la epidemia, de forma que nunca parece utilizarse cuando lo transmitido se refiere a aspectos positivos como, en términos económicos, podría predicarse de la inversión, la tecnología o el empleo. En segundo término, el vocablo «contagio» permite atribuir al exterior las culpas y responsabilidades de cualquier desequilibrio manifestado en una economía. Los problemas económicos que puedan sobrevenir no son, así, atribuibles a disfunciones internas o a políticas equivocadas diseñadas en el propio país, sino a una perturbación exterior, de la que las autoridades domésticas no se consideran en absoluto res-

ponsables. Más aún –se argumenta– el peso del ajuste y los costes sociales derivados del mismo, deben recaer sobre los auténticos causantes (por supuesto, extranjeros) de la crisis. Por razones del mismo tenor, se insiste en que han de ser los organismos internacionales, y no los gobiernos de los países «contagiados» quienes se encarguen de diseñar y aplicar soluciones eficaces al problema.

La carga negativa del término, la atribución de responsabilidades a países y gobiernos extranjeros, la apelación a instituciones supranacionales, y la insistencia en reclamar ajustes en el exterior (minimizando los costes sociales internos) son reacciones que acompañan a casi todos los procesos de contagio económico y financiero. Esta dimensión emocional –a veces, intensa– tiende a desvirtuar el análisis cuando éste se sitúa en el terreno del debate político y, en consecuencia, a distorsionar las conclusiones del mismo. Resulta, por ello, conveniente formular «ab initio» una llamada de atención sobre el problema y esforzarse por limitar el fenómeno al ámbito de la mera racionalidad económica, por aparentemente fría que, en ocasiones, resulte.

Lo cierto es que el término «contagio» no se ha incorporado al debate económico general hasta muy recientemente. De hecho, no aparece en casi ninguna publicación de la literatura económica anterior a 1997. Ciertamente, se reconocían y analizaban interacciones e influencias



mutuas entre las distintas economías del mundo. Como resultado, en los manuales intermedios de Economía se añadía –casi siempre en las páginas finales– una extensión de los modelos básicos a las circunstancias de las economías «abiertas», reconociendo las particularidades que tal condición podía añadir a lo expuesto en los capítulos anteriores. El análisis más profundo de las posibles conexiones internacionales quedaba reservado a los estudios de economía avanzada, pero ni siquiera en ellos el «contagio» aparecía como cuestión diferenciada, que mereciera un análisis especial. Por supuesto, los medios de comunicación permanecieron siempre ajenos al fenómeno.

Un precedente inmediato a la preocupación por los fenómenos de contagio puede, quizá, encontrarse, en la discusión suscitada por la crisis económica que venía manifestándose en Méjico desde los primeros años noventa, y que terminó por estallar a finales de 1994 y principios del 95. Un intenso recelo hacia el exagerado déficit exterior del país, y el consiguiente temor a la fuerte devaluación del peso, provocaron intensas salidas de capitales, tanto domésticos como extranjeros, hasta generar el colapso de la economía mejicana. Pronto se advirtió, sin embargo, que el fenómeno no se detenía ahí. En paralelo a la crisis mejicana, los inversores parecían manifestar inquietudes del mismo sentido hacia otras economías de Latinoamérica –en especial, la argentina– aunque sus parámetros económicos no coincidieran exactamente con los observados en el caso de Méjico. Ello determinó, en los países así afectados, salidas inesperadas de capital, con los consiguientes problemas económicos y financieros. A esta inesperada extensión colateral de la crisis mejicana a otros países del área se le denominó «efecto tequila», una expresión periodística que hizo fortuna en su época, pero que quizá no llegó a provocar, en ámbitos académicos, una preocupación inmediata por el análisis del proceso, como fenómeno claramente diferenciable de otras interacciones observadas en el pasado.

Cuatro años más tarde, la crisis financiera de Brasil –no inferior, en su intensidad, al precedente mejicano– amagó también con extenderse

a otros países de la zona, por lo que algunos observadores no tardaron en utilizar la expresión «efecto caipirinha», tratando de establecer un obvio paralelismo con los efectos colaterales generados por la crisis de Méjico. Esta referencia a la bebida brasileña no llegó a alcanzar, sin embargo, la popularidad de la relativa al licor mejicano, por una simple razón: los analistas económicos habían ya acuñado, dos años antes, otra expresión («**contagio económico y financiero**»), aplicable a las crisis en cadena manifestadas a lo largo del Asia Oriental, colocando este tipo de fenómenos en el centro de la discusión política, y provocando una sorprendente variedad de estudios y publicaciones sobre la materia. Quedó, así, abierto un nuevo campo para el análisis académico y la discusión política, con tal vigor, que apenas hay otro fenómeno económico que haya merecido más atención en la primera década del siglo XXI.

Todo empezó, pues, a finales de 1996, cuando los mercados financieros internacionales comenzaron a mostrar los primeros síntomas de inquietud respecto al desequilibrio exterior de Tailandia, uno de los países cuya economía venía atrayendo fuertes inversiones extranjeras, como prototipo e icono de las ventajas asociadas a las economías «emergentes». En Julio de 1997, y ante insistentes salidas de capital, el gobierno tailandés se vio obligado a apelar al Fondo Monetario Internacional en busca de soporte financiero, procediéndose –por indicación del FMI– a una fuerte devaluación del baht y a un severo ajuste de la demanda interna.

En los meses inmediatamente posteriores, se registraron notables tensiones sobre el dólar de Hong Kong, cuyas autoridades monetarias venían aplicando un esquema de «currency board», o caja de conversión, similar al vigente en Argentina y otros países. Pero no fue en la ex-colonia británica, sino en Corea, donde inesperadamente se manifestó una situación casi idéntica a la de Tailandia, con fugas de capitales, fuerte devaluación del wong (Octubre de 1997) y pos-



terior colapso económico, rápidamente extendido a Indonesia, Malasia y Filipinas, sin que la velocidad e intensidad de la propagación permitieran reaccionar a los gobiernos ni a los organismos internacionales.

Unos meses más tarde (Agosto de 1998) el gobierno ruso declaró inesperadamente la imposibilidad de repagar su deuda externa a corto plazo, lo que añadió a las crisis asiáticas un elemento nuevo, que amenazaba a la propia arquitectura del sistema financiero internacional, hasta el punto de provocar la quiebra de varios mega-fondos, entre ellos, Long Term Capital Management, entonces considerado el buque insignia de la inversión colectiva en Wall Street. Los efectos de «contagio» (comenzó entonces a identificarse el fenómeno y a utilizarse el término) cruzaron el Océano y se manifestaron de forma inmediata en Méjico y Brasil. Sería este último país quien, en Enero de 1999, se viera obligado a devaluar seriamente el real y a llevar a cabo duros ajustes domésticos para evitar el colapso total de sus finanzas. Finalmente, la economía argentina, seriamente afectada por los episodios de Brasil, no pudo evitar una profunda crisis, que terminó estallando dos años después. Turquía (2001) puede quizá considerarse el último término en toda una serie de fenómenos desequilibradores.

Como era de esperar, esta vinculación de crisis económicas y financieras despertó el máximo interés no sólo –y por obvias razones– en instancias políticas, sino también en círculos académicos. El «contagio», término de inmediata aceptación, parecía sin embargo seguir pautas dispares en los distintos eslabones de la cadena. En su «World Economic Lecture», Sebastián Edwards (1999) ofreció una clara perspectiva del fenómeno, subrayando que los fenómenos descritos no ofrecían un patrón único, que explicara de forma definitiva el proceso de contagio. Las interrelaciones parecían obvias en algunos de esos episodios, como en el caso de los traumas experimentados por Argentina tras los ataques al «currency board» de Hong Kong, o tras la crisis de Brasil. Pero en otros casos, la reacción fue sorprendente y caótica: ciertamente dura o inesperadamente

suave. Así, las crisis asiáticas tuvieron (como era previsible) un impacto muy débil en la economía de Méjico, pero ese mismo país sufrió dura e inexplicablemente los efectos del lejano colapso de la deuda rusa¹ mientras, para sorpresa de todos, apenas fue afectado por la crisis de Brasil, que pertenecía a la misma área geográfica. Rusia, por su parte, no se incluye en el marco de las economías asiáticas, pero resultó gravemente afectada por los acontecimientos en esta zona, y extendió después su impacto al área latinoamericana, con la que no mantiene especiales relaciones.

Ni la proximidad geográfica ni afinidades estructurales parecían, pues, explicar los fenómenos en cadena, aunque la intensidad de éstos exigía un análisis riguroso, que permitiese afrontar en el futuro situaciones del mismo tenor. Nació, así, un interés académico por los fenómenos de «contagio» y, desde entonces, han visto la luz decenas de artículos y publicaciones que tratan de profundizar en la naturaleza, causas y características del fenómeno, así como de sugerir líneas de política económica para evitar sus efectos más negativos.

Pero ¿qué es exactamente «contagio»? No existe unanimidad académica en torno al concepto, cuando se aplica a fenómenos económicos. La mayoría de publicaciones sobre el tema se remiten, como punto de partida, a algunas de las definiciones propuestas por el Banco Mundial², tomando aquélla que parece obedecer más fielmente al propósito del estudio del que se trate. El BIRD ofrece, en efecto, tres acepciones distintas del término «contagio», de acuerdo con la

¹ Como muestra del desconcierto entonces imperante, Sebastián Edwards (1999) puso en boca del entonces Secretario de Hacienda Mejicano, José Ángel Gurría, la siguiente afirmación: «Noventa por ciento de los mejicanos nunca han oído hablar de la Duma y, sin embargo, el tipo de cambio y la tasa de interés que condicionan su vida diaria están provocados por personas llamadas Kiriyenko, Chernomydrin y Primakov». Debo corroborar esta referencia de Edwards, pues me encontraba físicamente presente en la reunión del Comité Monetario y Financiero del FMI, donde Gurría pronunció tales palabras.

² Cfr: «econ.worldbank.org». Definitions of contagion.



mayor o menor amplitud que pretendamos asignarle al concepto.

- a) En la definición más amplia (hoy, prácticamente abandonada), «contagio» sería cualquier transmisión de fenómenos económicos de un país a otro, incluyendo efectos normales de desbordamiento («spillover effects»). El contagio podría tener lugar tanto en épocas de bonanza económica, como en aquéllas de dificultad y desequilibrio, aunque previsiblemente el término se usaría con más frecuencia en períodos de crisis.
- b) En el extremo opuesto, y como definición restrictiva, el BIRD apunta la posibilidad de limitar el uso del término «contagio» al incremento de correlaciones económicas entre países durante períodos de crisis, en relación con las existentes en tiempos tranquilos. Contagio resultaría, así, un concepto meramente diferencial, tendente a cero en la medida en que las coyunturas fueran normales.
- c) Como punto intermedio, y más operativo, el banco propone una tercera definición, de acuerdo con la cual, se consideraría «contagio» cualquier transmisión de perturbaciones económicas de un país a otro, más allá de las atribuibles a «vínculos fundamentales» entre ellos. A tal efecto, considera el Banco Mundial tres tipos de vínculos fundamentales:
 - c.1. Vínculos financieros, cuando dos o más economías se conectan a través del mercado de capitales. Como ejemplo típico— aunque cabrían muchos otros— se señala aquella situación en la que perturbaciones económicas o cambiarias del país A reduce el valor del colateral para préstamos con garantía de activos situados en él. Los deudores, así afectados, pueden verse obligados a

vender activos de los países B o C, propagando a éstos el shock económico de A. Obviamente la globalización financiera ha multiplicado este tipo de interrelaciones.

- c.2. Vínculos reales, cuando proceden de relaciones ordinarias asociadas a transacciones internacionales. Así, países que comercian entre sí, o compiten en los mismos mercados exteriores, pueden verse afectados cuando la depreciación de una de sus monedas (cualquiera que sea el trauma que la ocasionó) altera la posición competitiva de las restantes, propiciando una serie de devaluaciones destinadas a restablecer el equilibrio cambiario. Fenómenos similares podrían derivarse de vínculos asociados a los flujos de inversión directa extranjera.
- c.3. Vínculos políticos, derivados de acuerdos especiales entre países. Entre estas circunstancias, el BIRD cita la posible existencia de asociaciones o «clubs» de países con acuerdos cambiarios, de forma que cualquier perturbación depreciatoria en uno de ellos conllevaría devaluación en todos los demás. La crisis resultaría, así, «enclaustrada» entre los miembros del club, aunque no todos ellos hubieran experimentado el trauma inicial.

Aceptemos que la transmisión de perturbaciones y desequilibrios (económicos, financieros, o cambiarios) a través de esos vínculos fundamentales no ha de considerarse extraordinaria, sino una extensión normal de coyunturas por encima de fronteras políticas. ¿Cuándo, entonces, podemos hablar de «contagios» que constituyan eventos no explicados ya por la teoría económica convencional y que, en consecuencia, requieran análisis propios y modelos distintos? ¿En qué medida se trata de fenómenos nuevos, cuyo estudio sistemático vendría a ensanchar las fronteras del conocimiento económico?



El propio Edwards (2000), en línea con esta definición intermedia del Banco Mundial, propone restringir la expresión «contagio económico» a aquellas situaciones en las que la extensión e intensidad con que se transmite una perturbación, real o financiera, excede de cuanto era esperable «ex ante». El contagio es considerado, pues, como algo atípico, que supera cuanto podía ser razonablemente esperado por los participantes en los mercados. Un número considerable de otros analistas³ han adoptado también este enfoque del problema.

Desde esta base, cabe teóricamente formular modelos que tomen, como variable a explicar, un vector de parámetros económicos (tipos de interés, tasas de cambio, déficits exteriores o fiscales, etc.) de determinado país o área y, como variables explicativas, los correspondientes vectores procedentes de países con vínculos fundamentales (según la descripción del Banco Mundial) en circunstancias de perturbación «normal», y calcular los oportunos coeficientes. Cuando, tras una crisis profunda, el comportamiento de la variable pretendidamente explicada exceda significativamente de lo justificado por el modelo (y sólo entonces) podríamos identificar la existencia de «contagio» y calibrar, tanto su intensidad, como sus características propias.

Han sido ya muy variados los intentos en ésta o parecida línea de investigación, con resultados desiguales. Como era esperable, la mayoría de ellos se enfrentan a serios problemas para modelizar correctamente el fenómeno, no sólo por la subjetividad que supone identificar tiempos «normales» *versus* circunstancias de crisis, sino también porque en muchas ocasiones resulta difícil elegir variables relevantes que no estén, a su vez, correlacionadas entre sí. Con todo, los trabajos analíticos sobre «contagio» continúan, y su publicación supone ya una porción considerable de la literatura económica generada en el cambio de siglo, especialmente tras el estallido (ya en 2007) de la llamada crisis *subprime* y su sorpren-

dente propagación a ámbitos de la economía global que resultaban muy distantes, tanto en lo geográfico como en lo estructural.

Identificado el concepto de «contagio» como un elemento residual (aunque decisivo) respecto a las extensiones y desbordamientos explicables por «vínculos fundamentales», ¿cómo puede justificarse su aparición? ¿cómo explicar que se presente cada vez con mayor frecuencia? ¿cómo valorar su creciente intensidad?

Obviamente, el proceso de globalización económica y financiera ha incrementado la relación entre diversos países y mercados, ensanchando los canales de transmisión, mucho más allá de lo que hasta ahora se consideraban conexiones ordinarias. Vínculos financieros, reales y políticos, como los antes descritos, han resultado intensificados en el avance hacia la globalización. Ello resulta especialmente cierto respecto a los mercados de capitales y, en particular, respecto a la actuación de los inversores institucionales, que constituyen la columna vertebral de aquéllos. Su capacidad para movilizar en tiempo real masas de liquidez, hasta ahora impensadas, sitúa a las motivaciones, actitudes y reacciones de esos gestores en el centro de los estudios sobre «contagio». Sus comportamientos se modelizan, a veces, en términos de pura racionalidad económica, pero en otras ocasiones se recurre a campos científicos más inciertos, como los relacionados con la psicología de grupos, o el análisis del comportamiento de masas humanas. En la literatura más reciente se observa, incluso, un intento de vincular ambos enfoques (económico y psicológico), quizá como aplicación práctica de una tendencia ya apuntada, años atrás, en relación con otros problemas sociales.

En este sentido, el propio Banco Mundial (2) atribuye un papel básico, en los fenómenos de contagio, a la psicología de los inversores y, en particular, al llamado «comportamiento de rebaño». Advierte, sin embargo, el Banco que tal comportamiento no siempre resulta irracional o, al menos, no siempre parece desprovisto de algu-

³ Cfr: Eichengreen, Rose & Wyplosz (1996); Kaminsky & Reinhart (2000) etc.



na coherencia intelectual. Diferentes mecanismos –afirma el BIRD– explican el comportamiento de rebaño de los inversores internacionales. Entre ellos, la literatura disponible subraya que ,con frecuencia, la «asimetría de información» juega un papel fundamental en estas reacciones gregarias de los mercados. La información nunca es gratis, y los inversores no siempre están dispuestos a asumir un alto coste para acceder a ella. Tratan, en consecuencia, de inferir el comportamiento futuro de precios de activos, basándose simplemente en las reacciones que observan en el resto del mercado. Los inversores faltos de información prefieren seguir, en su comportamiento, a aquellos otros que suponen buenos conocedores de la situación. Así, los mercados tienden a moverse al unísono. Más aún: muchos inversores parecen reconsiderar los riesgos de invertir fuera de sus fronteras cuando observan una crisis en uno o más mercados exteriores, sin tratar de incurrir en el coste necesario para informarse respecto a ellas. Simplemente «el extranjero», en sentido genérico, resulta más arriesgado que antes. Este tipo de reacciones pueden explicar, por ejemplo, que cambios bruscos en el precio de los activos de Tailandia (como en 1997) fueran interpretados como fuente válida de información respecto a precios futuros en Brasil, Rusia o México. Tal tipo de reacciones auténticamente de rebaño, por explicables que sean, generan pánicos o fenómenos de exuberancia irracional.

Si a nivel privado –continúa la publicación del BIRD– puede considerarse racional seguir un comportamiento de rebaño (con información demasiado cara, el inversor preferirá adaptarse a las reacciones del propio mercado), a nivel público, el contagio resultante puede resultar muy costoso. En un mundo de múltiples desequilibrios, países con fundamentos relativamente sanos pueden terminar sufriendo crisis bancarias y/o de balanza de pagos.

Como puede advertirse, el Banco identifica en los fenómenos de contagio, un caso claro de discrepancia entre el coste marginal privado y el coste social. De ello, si se acepta como cierto, podría ya deducirse que cuanto se haga por reducir el precio de la información tenderá a eliminar

tal discrepancia. La transparencia y el conocimiento aparecen, pues, como unos de los elementos clave para suavizar los fenómenos de contagio.

Con todo, las apelaciones a simples comportamientos de rebaño no agotan la explicación sobre fenómenos de contagio, ni es probablemente ésa la intención de quienes las proponen. Distintos analistas ponen énfasis en diferentes causas y canales de transmisión⁴, aunque quizá una de las hipótesis más sugerentes– y que merece especial atención– sea la planteada por Prakash Kannan y Fritzi Köhler-Geib (2009) en un «working paper» del Fondo Monetario Internacional.

Los autores observan, en efecto, que históricamente algunas crisis registradas en mercados emergentes (como las descritas en México 1994, Tailandia 1997 y Rusia 1998) provocaron un amplio efecto de contagio que afectó, de modo intenso, no sólo a otros países de sus correspondientes zonas geográficas, sino a economía mucho más lejanas y estructuralmente desvinculadas de aquéllas. Sin embargo, otras crisis del mismo período (Brasil 1999, Turquía 2001, y Argentina 2002) tuvieron muy poca repercusión más allá de sus respectivas fronteras nacionales y zonas aledañas, o se mantuvieron, incluso, como fenómenos meramente locales.

La cuestión podría, pues, residir en determinar qué elementos provocan impactos tan dispares, y por qué en algunas crisis se presentan fuertes efectos de contagio, mientras en otras, del mismo período histórico, apenas aparecen.

Kannan y Köhler-Geib argumentan que la aparición de contagios, y la intensidad de los mismos, están íntimamente vinculados al grado en que las crisis puedan ser anticipadas, pues ello determina, a su vez, el grado de incertidumbre que experimentan los inversores. Así, aquellas crisis económicas y financieras que, por no haber sido anticipadas, se presentan como sorpresa, llevan a los inversores a dudar de la eficacia de la

⁴ Cfr: Van Rijckeghem & Weder (2001); Caramazza, Ricci & Salgado (2004); Broner, Gelos & Reinhart (2006) etc.



tecnología de información disponible, y aun de su propia capacidad para predecir acontecimientos económicos. Tal convicción negativa incrementa seriamente el grado de incertidumbre, modifica las actitudes de los inversores en los mercados y, con o sin comportamientos de rebaño, aumenta endógenamente la probabilidad de crisis en otras economías. Por el contrario, cuando la crisis inicial había sido correctamente prevista y anticipada, no existe contagio, porque los inversores se reafirman en su capacidad para discriminar entre mercados y no extienden el fenómeno a países distintos.

De acuerdo con esta interpretación, que parece realista, las crisis de Méjico, Tailandia y Rusia fueron acontecimientos súbitos, no esperados y, por tanto, sorprendieron a los mercados. Por el contrario, las crisis de Brasil, Turquía y Argentina venían siendo anticipadas por todos los analistas, que sólo parecían discrepar mínimamente respecto a la fecha previsible para su estallido, por lo que, cuando éste se presentó, no implicó gran sorpresa para los mercados, ni generó mayores incertidumbres. Por todo ello, las primeras crisis se extendieron con violencia a otros mercados lejanos y han pasado a los anales de la historia económica como provocadoras de «**contagio**». Las segundas (previstas) no dieron, sin embargo, lugar a un efecto de este tipo, pues sus limitados impactos exteriores (por ejemplo, los de la crisis brasileña sobre Argentina) parecieron asociados a simples «vínculos fundamentales», en la acepción antes atribuida a este vocablo, y no pueden ser históricamente registrados como «contagio».

Aunque estos mismos conceptos habían sido ya intuitivos o considerados por otros analistas económicos, Kannan y Köhler-Geib utilizan una sofisticada metodología, que les permite cuantificar el grado de incertidumbre y construir un modelo robusto, a través del cual, soportan, de modo convincente, sus dos hipótesis básicas:

1.– Una crisis sorprendente (o, en sentido opuesto, una crisis anticipada) en el país A provoca un incremento (disminución) en la

varianza de las previsiones formuladas respecto a parámetros fundamentales del país B.

2.– Un incremento (o disminución) en la varianza de tales previsiones genera una mayor (menor) probabilidad de crisis en el país B.

La naturaleza de las crisis iniciales (es decir, la mayor o menor posibilidad de anticiparlas) parece, pues, ser determinante en la generación de efectos de contagio, lo que vuelve a poner en primer plano la necesidad de transparencia y el progreso de los modelos predictivos, como elementos fundamentales para la prevención de contagios económicos y financieros. A ello habría de añadirse la construcción de mecanismos financieros internacionales que, una vez declarada cualquier crisis, actúen con agilidad en previsión de posibles contagios aplicando, a la vez, esquemas de condicionalidad que tiendan a limitar la duración temporal del fenómeno y restablezcan la confianza de los mercados.

Desde mediados de la pasada década, no carecemos, pues, de elementos intelectuales, ni de fundamentos teóricos, para abordar los problemas de contagio en la economía global. Los dramáticos acontecimientos asociados a la crisis inmobiliaria («subprime») de 2007 y el subsiguiente colapso financiero (inmediatamente propagados, con intenso efecto contagio, a la práctica totalidad de las economías) no hicieron sino confirmar aquellas categorías conceptuales desarrolladas en los años precedentes.

En efecto, la crisis inmobiliaria, en sí misma, había sido correctamente anticipada por la mayoría de los analistas económicos, quienes venían advirtiendo sobre excesos de apalancamiento financiero, estimulados por un largo período de tipos reales de interés negativos. También alertaban sobre el exagerado incremento de precios inmobiliarios y sobre los fuertes movimientos especulativos desatados en el sector. Todo parecía apuntar a una auténtica burbuja inmobiliaria, cuyo final se anunciaba inminente.



No era, desde luego, la primera vez que se registraba una burbuja inmobiliaria en algunos países. Si el episodio se hubiera limitado al esperable colapso de tal burbuja, por intenso que fuera, no tendrían por qué haberse producido grandes fenómenos de contagio en la economía internacional. Ciertamente, la economía de los Estados Unidos (también la británica, la española y otras) habrían registrado una recesión, especialmente agravada por el clásico multiplicador keynesiano, en el que la propensión marginal al consumo (notablemente alta en esos países) habría jugado un papel determinante. Con gran probabilidad, los bancos prestamistas habrían registrado fuerte morosidad, el déficit presupuestario de los países afectados aumentaría y el dólar (quizá también la libra esterlina) se vería sometido a presiones depreciatorias, respecto a las monedas de aquellos países que no habían sido víctimas de burbujas inmobiliarias internas. Dado el peso del PIB norteamericano en la economía mundial, otras economías notarían también efectos contractivos, pero esa extensión geográfica del fenómeno entraría, sin duda, dentro de los efectos esperables, asociados a «vínculos fundamentales» (en el sentido atribuido a esa expresión por el Banco Mundial) y habría discurrido a través de los ordinarios cauces financieros, comerciales, cambiarios etc. Todo perfectamente previsible, de modo que los modelos convencionales, aplicados a «economías abiertas», habrían quizá bastado para una rápida valoración del fenómeno, una adecuada comprensión de su naturaleza, y un diseño eficaz de políticas económicas destinadas a limitar la extensión del problema y a suavizar sus costes sociales. Así se abordó inicialmente la cuestión.

Lo que convirtió el problema inmobiliario en una crisis mundial de efectos muy superiores a lo inicialmente esperado, es decir, lo que transformó el simple desbordamiento de la crisis norteamericana en un auténtico **contagio** global, fue el efecto-sorpresa. Tal efecto no vino, sin embargo, generado por el sector inmobiliario en sí mismo (ello habría cabido dentro de lo esperable), sino por el colapso repentino de un nuevo sistema financiero o cuasi-bancario, creado en años ante-

riores, y al que se le había supuesto mucha mayor solidez y estabilidad de las que, en realidad, mostró. No existían precedentes históricos del mismo tenor.

En efecto, la crisis «subprime» de 2007 se distinguió de anteriores desplomes inmobiliarios por el hecho de que los bancos habían extraído de sus balances gran cantidad de riesgos, mediante rápidos e intensos programas de titulación. Los bonos así lanzados al mercado fueron después fraccionados, incorporándose a nuevos productos «estructurados», en los que se mezclaban riesgos propios de la actividad crediticia directa con los procedentes de derivados financieros, en especial, de los denominados credit default swaps.

El desconcierto que esta sofisticada combinación de incertidumbres produjo y, en muchas ocasiones, la imposibilidad de valorar el auténtico riesgo incorporado a cada título, condujo a una paralización total –sin precedentes– de los mercados de capitales y aún de las transacciones interbancarias. La sorpresa llegó a su punto álgido cuando, en el otoño de 2008 (un año después de haberse reconocido la crisis inmobiliaria), se produjo la quiebra de Lehman Brothers. A partir de ahí, puede hablarse de un «contagio» de gran intensidad.

La crisis inmobiliaria había sido anticipada, pero la financiera no. Como Kannan y Köhler-Geib habían explicado para episodios anteriores, la sorpresa financiera de la crisis «subprime» hizo que los analistas pasaran a desconfiar de su propia capacidad de valorar riesgos y, desde luego, de la capacidad aportada por las agencias de «rating». Los inversores elevaron al máximo su grado de incertidumbre y se inhibieron en cuanto a colocaciones, nuevas o ya programadas, en cualquier otro ámbito de la economía mundial. Apenas puede encontrarse mejor confirmación de que la naturaleza de las crisis (y la posibilidad, o no, de anticiparlas) determinan la aparición de un «contagio», como fenómeno diferenciado de cualquier desbordamiento normal. A su vez, la amplitud y rapidez de las transacciones (en especial, de las financieras) pueden explicar que,



desde finales de 2008, el contagio se transmitiría a especial velocidad.

He ahí, pues, un marco conceptual sugestivo, en el que desarrollar nuevas construcciones teóricas que, ampliando las fronteras del conocimiento, nos permitan explicar fenómenos de esta naturaleza y, sobre todo, desarrollar instrumentos o políticas para su prevención.

Los mismos o parecidos elementos pueden quizá explicar otros procesos de contagio, como los asociados a la crisis de deuda soberana que, al redactarse estos párrafos, continúan afectando a diversos países de la UME, en especial a los que constituyen la periferia geográfica de la zona. A su análisis se dedican, sin embargo, los restantes capítulos del estudio que el lector tiene en sus manos, y para los que estas reflexiones han pretendido servir de mera introducción.

REFERENCIAS

- Agenor, P.R., Miller, M., Vines, D. and Weber, A. (eds.), «*The Asian Financial Crisis: Causes, Contagion and Consequences*», Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Allen, F. and Gale, D. 2000. «Financial Contagion», *Journal of Political Economy* 108, 1-33.
- Baig, T. and Goldfajn, I. 1999. «Financial Market Contagion in the Asian Crisis», *IMF Staff Papers* 46, 167-195.
- Calvo, G. and Mendoza, E. 2000. «Rational Contagion and the Globalization of Securities Markets», *Journal of International Economics* 51, 79-113.16
- Corsetti, G., Pericoli, M. and Sbracia, M. 2002. «Some Contagion, Some Interdependence: More Pitfalls in Testing for Contagion». University of Rome III working paper.
- Dornbusch, R., Park, Y.C. and Claessens, S. 2000. «Contagion: Understanding How it Spreads», *The World Bank Research Observer* 15, 177-197.
- Dungey, M. and Martin, V.L. 2001. «Contagion Across Financial Markets: An Empirical Assessment», mimeo, ANU.
- Edwards, S. 2000. «Contagion». World Economics Lecture. University of Nottingham. Revised version.
- Eichengreen, B., Rose, A.K. and Wyplosz, C. 1995. «Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks», *Economic Policy* 21, 249-312.
- Forbes, K. and Rigobon, R. 2001. «Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues», in Claessens, S. and Forbes, K. (eds.), *International Financial Contagion*, Kluwer Academic Publishers.
- Forbes, K. and Rigobon, R. 2002. «No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-Movements», *Journal of Finance* 57, 2223-2261.
- Goldstein, M., Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. 2000 «Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets», Institute for International Economics, Washington, D.C.
- Kaminsky, G.L. and Reinhart, C.M. 2000. «On Crises, Contagion and Confusion», *Journal of International Economics* 51, 145-168.
- Kodres, L.E. and Pritsker, M. 2002. «A Rational Expectations Model of Financial Contagion», *Journal of Finance* 57, 768-799.
- Masson, P. 1999a. «Contagion: Macroeconomic Models with Multiple Equilibria», *Journal of International Money and Finance* 18, 587-602.
- Morris, S. and Shin, H.S. 1998. Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks. *American Economic Review* 88, 587-597.
- Pericoli, M. and Sbracia, M. 2001. «A Primer on Financial Contagion», Banca d'Italia Temi di Discussione No. 407.
- Van Rijikghem, C.V. and Weder, B. 2001. «Sources of Contagion: Is it Finance or Trade?», *Journal of International Economics* 54, 293-300.

