

Coordinadores

MANUEL GUITIÁN

EX DIRECTOR DEL DEPARTAMENTO DE ASUNTOS MONETARIOS
Y CAMBIARIOS, FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

FÉLIX VARELA

CATEDRÁTICO DE ORGANIZACIÓN ECONÓMICA INTERNACIONAL
UNIVERSIDAD DE ALCALÁ DE HENARES

SISTEMAS FINANCIEROS ANTE LA GLOBALIZACIÓN

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y GESTIÓN INTERNACIONAL»

DIRECTOR DE LA COLECCIÓN:
Juan José Durán Herrera

Diseño de cubierta: C. Carabina

Reservados todos los derechos. El contenido de esta obra está protegido por la Ley, que establece penas de prisión y/o multas, además de las correspondientes indemnizaciones por daños y perjuicios, para quienes reprodujeren, plagiaren, distribuyeren o comunicaren públicamente, en todo o en parte, una obra literaria, artística o científica, o su transformación, interpretación o ejecución artística fijada en cualquier tipo de soporte o comunicada a través de cualquier otro medio, sin la preceptiva autori-

© Manuel Guitián y Félix Varela
© Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2000
Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid
Teléfono: 91 393 89 89. Fax: 91 742 36 61
Depósito legal: M. 20.921-2000
ISBN: 84-368-1472-X
Printed in Spain
Impreso en Lavel, S. A.
Polígono Industrial Los Llanos. Gran Canaria, 12
Humanes de Madrid (Madrid)

5

Crisis financieras en Asia y Latinoamérica: ahora y entonces*

Graciela L. Kaminsky
Carmen M. Reinhart

La devaluación del baht tailandés, el 2 de julio de 1997, generó una oleada de turbulencias en los mercados de divisas y de valores que superaron al efecto «tequila» que se produjo después de la devaluación del peso mejicano, en 1994. La crisis primero se extendió al este de Asia en forma de una serie de devaluaciones y colapsos bursátiles. A medida que los problemas se intensificaron, las monedas de otros países asiáticos, incluidos Hong Kong y Corea del Sur, estuvieron sometidas a presiones especulativas. Fuera de la región, Argentina, Brasil y Rusia sufrieron fuertes caídas en sus mercados bursátiles y ataques periódicos contra sus monedas. Tras la conmoción en los mercados de divisas, muchos de esos países sufrirán serios problemas en el sector bancario o incluso crisis bancarias importantes, como Tailandia y Corea del Sur.

Nuestro anterior trabajo sobre crisis financieras sugería que cuando las economías están en vísperas de crisis se comportan de manera diferente. Normalmente, las crisis financieras ocurren cuando una economía entra en recesión después de una expansión prolongada de la actividad económica, alimentada por la generación de crédito y por entradas masivas de capital. El ciclo de exceso crediticio se ve amplificado por garantías de depósito implícitas o explícitas, una mala supervisión y problemas de riesgo moral en el sector bancario¹. Las cri-

* Traducción de Aránzazu Narbona Moreno. Publicado en *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 88, mayo 1998, pp. 444-448. Reimpreso en español con el permiso de *The American Economic Review*.

¹ Véase R. McKinnon y H. Pill (1994) sobre la interacción entre las entradas de capital y la liberalización.

sis se presentan acompañadas por una sobrevaluación de la moneda, una disminución de exportaciones y un estallido de las burbujas de los precios de los activos.

En este artículo, ampliamos aquel trabajo, analizando en qué medida las pasadas crisis comparten características comunes en Latinoamérica, Asia, Europa y el Oriente Medio. Además, examinamos las crisis recientes en Asia y Latinoamérica, para determinar si las considerables diferencias regionales que encontramos en las muestras anteriores se han ido erosionando.

1. DIFERENCIAS REGIONALES

Entre 1970 y 1995, los países de Latinoamérica sufrieron, por término medio, según nuestra muestra, un 50% más de crisis (por país) que los países del este de Asia o que los de Europa y Oriente Medio (otros)². En esta sección examinamos si las crisis monetarias y bancarias difieren de unas regiones a otras.

Comenzamos examinando el comportamiento de quince indicadores económicos. Los indicadores utilizados para reflejar los ciclos de exceso crediticio incluyen el multiplicador de la M2; la relación entre el crédito interno y el PIB nominal; el tipo de interés real sobre los depósitos, y la relación entre los tipos de interés de los préstamos y el de los depósitos. El aumento de alguno de estos indicadores puede indicar posibles problemas en el sector financiero³. Otros indicadores financieros incluyen los «excesos» en los saldos reales de M1 (para captar la existencia de una política monetaria laxa); el nivel de depósitos en bancos comerciales (para evaluar si hay una retirada masiva de depósitos en plena crisis); y la relación entre M2 (en dólares) y las reservas de divisas en dólares (para examinar en qué medida los pasivos del sistema bancario están respaldados por aquéllas). Los indicadores de la balanza por cuenta corriente son las exportaciones, las importaciones, la relación real de intercambio y las desviaciones del tipo de cambio real respecto a la tendencia. Caídas de las exportaciones o de la relación real de intercambio, aumento de las importaciones y apreciaciones

² Para una discusión de cómo se definen las crisis y se establecen las fechas y los países de la muestra, véase Kaminsky y Reinhart (1996).

³ Véase H. J. Edison y M. Miller (1997) con relación a los ciclos crediticios.

reales de la moneda nacional señalan posibles problemas en la balanza por cuenta corriente. Los indicadores de la cuenta de capital son las reservas de divisas del banco central y los diferenciales entre el tipo de interés real nacional y el extranjero. Las pérdidas de reservas y el aumento de esos diferenciales en los tipos de interés se consideran como indicadores de problemas futuros en la cuenta de capital. Finalmente, incluimos el producto y las cotizaciones de las acciones (en dólares), siendo la caída del producto y el desplome de las cotizaciones bursátiles muestra de crisis inminente. El tipo de interés, los diferenciales, el «exceso» de saldos reales y las desviaciones de los tipos de cambio respecto a la tendencia se expresan en niveles y todos los otros indicadores son cambios porcentuales durante doce meses.

En un trabajo anterior, concluimos que el comportamiento de la mayoría de estos indicadores en los meses anteriores a la crisis difería significativamente de su comportamiento en «períodos tranquilos», definidos como todos los meses de la muestra menos los 36 meses en torno a la crisis. Por ejemplo, había caídas muy grandes de las cotizaciones justo antes de las crisis en comparación con los períodos tranquilos. Para evaluar si esas desviaciones anteriores a las crisis en indicadores individuales son mayores en Latinoamérica que en otros lugares, medimos la *volatilidad*, calculando la desviación absoluta media respecto a los períodos tranquilos (como porcentaje), para cada indicador, en los 18 meses anteriores a la crisis y en cada una de las tres regiones por separado. En la tabla 5.1, la primera columna enumera los indicadores; la segunda columna presenta la desviación media de dicho indicador respecto a los períodos tranquilos en Latinoamérica; la tercera y cuarta columna muestran las desviaciones absolutas medias comparables del este de Asia y otros, respectivamente. Un asterisco indica que la diferencia regional respecto a Latinoamérica, que es el punto de referencia, es estadísticamente significativa con un nivel de confianza del 5%. Si comparamos las crisis monetarias de Latinoamérica y del este de Asia (columnas dos y tres), diez de los quince indicadores son significativamente más volátiles para Latinoamérica, incluyendo todos los indicadores financieros y de la cuenta de capital. Los patrones regionales de crisis bancarias muestran una estampa similar, puesto que la amplitud de las etapas previas a la crisis en relación con los períodos tranquilos es mayor en Latinoamérica que en otras regiones. Sin embargo, las diferencias regionales en volatilidad están reduciéndose. Por ejemplo, la caída de las cotizaciones tailandesas (en dólares de Es-

TABLA 5.1

Diferencias regionales, 1970-1995: volatilidad*

Indicadores	Crisis monetarias			Crisis bancarias		
	Latinoamérica	Asia	Otros	Latinoamérica	Asia	Otros
Multiplicador M2	28,1	8,0*	11,1*	18,1	5,3*	9,5
Crédito interno/PIB	21,4	12,6*	5,6*	13,3	5,7*	7,0
Tipos de interés reales de depósito	4,3	0,9*	0,8*	2,1	0,7*	0,7*
Relación entre tipos de interés de préstamo-depósito	16,6	8,9*	9,7*	13,9	10,4	10,1
«Exceso» saldos reales M1	450,2	20,0*	9,3*	227,7	22,8*	10,9*
Depósitos bancarios	321,4	6,9*	20,1*	350,2	7,3	20,8
M2/reservas de divisas	76,4	35,0*	22,3*	61,5	15,8*	24,0
Exportaciones	28,4	24,9	17,4*	23,1	19,2*	31,1*
Importaciones	35,9	27,4	21,9*	25,1	16,4*	16,9*
Tipo de cambio real	36,1	38,2	11,6	32,8	26,1	11,5*
Relación real de intercambio	19,6	14,3	4,7*	16,4	12,4	4,6*
Reservas de divisas	71,7	42,5*	33,6*	53,6	19,2*	31,1*
Diferencial tipos de interés reales nacional-extranjero	4,3	0,9*	0,9*	2,2	0,7*	0,8*
Producción	10,4	8,9	6,1*	5,7	14,0	5,0
Cotizaciones bursátiles	64,7	36,1*	30,6*	80,1	34,3*	60,3

* La volatilidad se mide mediante la desviación absoluta media respecto a los períodos tranquilos, para cada indicador, en los 18 meses anteriores a la crisis.

tados Unidos) desde su punto culminante en 1995 excede el 80%; la magnitud de esta desviación respecto a lo normal durante los períodos tranquilos está más en línea con las observadas en las crisis de Latinoamérica que con las observadas en crisis anteriores del este de Asia. Anomalías similares son evidentes en otros indicadores, como el crédito.

Mientras que la tabla 5.1 muestra la volatilidad de los indicadores individuales, nos centraremos ahora en su comportamiento conjunto. En cuanto a la *fragilidad* de una economía en vísperas de una crisis, nuestra premisa básica es que cuanto más extendidos estén los problemas económicos, mayor será el número de indicadores que mostrarán

un comportamiento anómalo antes de la crisis⁴. Por tanto, necesitamos anotar para cada crisis la proporción de los quince indicadores que mostraron un comportamiento anómalo en los 24 meses previos a la crisis financiera. Esta información está resumida para las tres regiones en la tabla 5.2. Por ejemplo, en el período de los 24 meses anteriores a la crisis monetaria de Venezuela, en mayo de 1994, diez de los quince indicadores (67%) mostraban un comportamiento anómalo; esta crisis está incluida en la segunda fila de la tabla 5.2, titulada 60% a 79%. Por tanto, la primera línea de cada cuadro de la tabla 5.2 refleja el porcentaje de crisis en nuestra muestra que fue precedido de un comportamiento anormal en, al menos, un 80% de los indicadores. Claramente, las economías latinoamericanas eran más frágiles en vísperas de las crisis que las de otras regiones. En el 45% de las crisis monetarias en Latinoamérica, el 80% de los indicadores indicaban problemas. Sólo el 29% de las crisis del este de Asia fueron precedidas por tantas señales de alerta. Una disparidad regional similar aparece en vísperas de las crisis bancarias pasadas.

Para cuantificar la *gravedad* de una crisis monetaria, nos basamos en una medida compuesta que promedia las pérdidas de reservas y la

TABLA 5.2

Diferencias regionales, 1970-1995: fragilidad

Este porcentaje de indicadores muestran un comportamiento «anómalo» antes de la crisis	Proporción de crisis monetarias			Proporción de crisis bancarias		
	Latinoamérica	Asia	Otros	Latinoamérica	Asia	Otros
80% a 100%	44	28	32	46	25	38
60% a 79%	39	42	39	46	75	25
40% a 59%	8	28	18	8	0	25
20% a 39%	8	0	11	0	0	12
Menos de 20%	0	0	0	0	0	0

⁴ Para una descripción detallada de la metodología empleada para clasificar lo que se considera comportamiento «anómalo» en un indicador y lo que no lo es, véase Kaminsky y Reinhart (1996).

depreciación del tipo de cambio real. Para las reservas, usamos el cambio semestral anterior al mes de la crisis, ya que normalmente la pérdida de reservas ocurre antes de la devaluación (si el ataque especulativo tiene éxito). Para el tipo de cambio real, empleamos la variación porcentual en los 6 meses siguientes a la crisis, ya que normalmente las devaluaciones más grandes sólo ocurren después de la crisis y sólo si el banco central cede, devaluando o dejando flotar la moneda. Esta medida de gravedad se elaborará para cada crisis monetaria de nuestra muestra y sus medias regionales aparecen reflejadas en la tabla 5.3. Para las crisis bancarias, usamos la proporción de los costes de salvamento respecto al PIB como medida de la gravedad; las medias regionales también están recogidas.

La primera fila de la tabla 5.3 presenta evidencias de los patrones históricos; parece evidente que las crisis financieras de Latinoamérica fueron, con diferencia, más graves que aquellas de cualquier otro sitio. El índice medio de gravedad es tres veces mayor en Latinoamérica que en el este de Asia; todavía mayores diferencias aparecen en el coste de salvamento medio, casi siete veces mayor en Latinoamérica que en el este de Asia. La segunda fila de cada cuadro refleja los resultados de este índice en las crisis recientes de Argentina y México 1994-1995 y en las crisis actuales de Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia. Los costes de salvamento del sector bancario se estiman entre un mínimo del 7% del PIB, para Filipinas, hasta más del 20% del PIB, para Malasia. La situación resultante es bastante diferente del patrón histórico. Tanto en el ámbito monetario como el bancario, la gravedad de las crisis recientes es similar a la alcanzada por Latinoamérica en el

TABLA 5.3

Diferencias regionales, entonces y ahora: gravedad¹

Índice de gravedad	Crisis monetarias			Crisis bancarias		
	Latinoamérica	Asia	Otros	Latinoamérica	Asia	Otros
1970 a 1995	48,1	14,0	9,0	21,6	2,8	7,3
1995 a 1997 ²	25,4	40,0	n.a.		15,0	n.a.

¹ Para la medida de gravedad utilizada, véase el texto.

² Respecto a la gravedad de las crisis bancarias en Asia, confiamos en las estimaciones de los costes de salvamento a diciembre de 1997.

pasado. Por ejemplo, en el caso de Tailandia, el baht se había depreciado casi un 80% a mediados de diciembre y el porcentaje de disminución de las reservas, mientras tanto, fue similar al incluir la posición a plazo. El coste de salvamento bancario ha sobrepasado el de los bancos mejicanos (véase Bhattacharya et al., 1997).

2. ¿POR QUÉ SE ESTÁN EROSIONANDO LAS DIFERENCIAS REGIONALES?

Hemos argumentado que, históricamente, las crisis financieras han sido más graves y frecuentes en Latinoamérica que en otras regiones. Sin embargo, ahora concluimos que la gravedad de las recientes crisis en el este de Asia se aproxima más al modelo de Latinoamérica que al patrón histórico del este de Asia. En esta sección expondremos algunas ideas sobre por qué estas diferencias históricas se están erosionando.

A principios de los noventa, cuando los capitales empezaron a fluir hacia los mercados emergentes, los países del este asiático atraían grandes cantidades de inversión directa extranjera (IDE) y sólo una pequeña parte de las entradas de capital eran a corto plazo. En contraste, el mal historial pasado de inflación crónica y bajo crecimiento en Latinoamérica era mencionado como la razón principal de que los flujos de capital a la región fuesen fondos a corto plazo y que los flujos de IDE resultasen comparativamente escasos (tabla 5.4). En 1996, esta marcada diferencia en la composición de los flujos casi había desaparecido. En varios países del este asiático, persistentes tandas de intervenciones esterilizadas mantuvieron los tipos de interés a corto plazo relativamente altos respecto a los niveles internacionales y esto actuó como un imán sobre las entradas de capital a corto plazo. En efecto, la evidencia presentada en Montiel y Reinhart (1998) sugiere que esas políticas tuvieron un papel clave en la explicación del incremento en el volumen de los flujos a corto plazo atraídos por países como Malasia y Tailandia. Al mismo tiempo, un cierto número de países latinoamericanos implantó programas importantes de estabilización y el crecimiento de la región superó los débiles resultados de los años ochenta. A pesar del retroceso asociado con la crisis mejicana de diciembre de 1994 y su efecto «tequila», el modelo de inflación baja y crecimiento alto se ha mantenido en 1996 y 1997. Debido principalmente a la mejoría de las perspectivas económicas en Latinoamérica, la IDE comen-

TABLA 5.4

*Este de Asia y Latinoamérica: ¿signos de convergencia?*¹

	1986-1995		1996	
	Este de Asia	Latinoamérica	Este de Asia	Latinoamérica
Tasa de inflación	6,3	429,2	5,6	10,9
Crecimiento del PIB real	7,0	3,3	7,1	4,9
IDE/Flujos a corto plazo y de cartera ²	77 2	42,2	61,8	110,5

¹ Aquí, este de Asia comprende los cuatro mayores importadores de capital en los años noventa, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Del mismo modo, Latinoamérica comprende Argentina, Brasil, Chile y México.

² La composición de los flujos de capital es para 1990-1992 una «ola temprana» de las entradas masivas de capital.

zó a representar una proporción mayor de los flujos de capital de la región.

En el este de Asia, el volumen creciente de flujos a corto plazo estaba ampliamente intermediado por sectores bancarios nacionales escasamente regulados y sin supervisión adecuada. Realmente, los ciclos de los precios de activos y de exceso de crédito en el este de Asia, durante los años noventa, recuerdan a los ciclos que siguieron a la liberalización financiera en muchos países latinoamericanos. El dilema político que ha caracterizado recientemente a varios países asiáticos, la elección entre altos tipos de interés para defender la paridad y amplia liquidez, para ayudar a las instituciones financieras con problemas, recuerda también la crisis monetaria y bancaria chilena de los años ochenta. Parece que la combinación de capital internacional volátil y debilidad del sector financiero puede estar en el fondo de las crisis recientes del este de Asia y, en cierta manera, explicar su gravedad.

3. OBSERVACIONES FINALES

Históricamente, han existido notables diferencias entre la intensidad de las crisis financieras del este de Asia y de Latinoamérica. En los años noventa, Latinoamérica realizó grandes progresos hacia la estabilización (aunque, al elaborar este artículo, sigue siendo vulnerable

al contagio). Al mismo tiempo, la gravedad de las crisis monetarias y bancarias asiáticas de 1997 ha alcanzado magnitudes desconocidas en esta región, comparables con las crisis financieras pasadas de Latinoamérica. Las diferencias regionales se están suavizando.

Las razones de esa convergencia serán tema de futuras investigaciones. Sin embargo, de acuerdo con nuestro análisis, se puede especular que, en un mundo de libre movilidad del capital y mercados financieros más desregulados, han disminuido algunas de las pasadas diferencias en la volatilidad de la cuenta de capital y de los mercados financieros. Las diferencias regionales en la composición de los flujos de capital hacia las dos regiones se redujeron durante los noventa, a medida que cantidades crecientes de capital a corto plazo entraban en Asia. También, el auge en los préstamos y los precios de los activos que caracterizaron a las economías asiáticas, antes de la explosión de la burbuja especulativa en 1997, recuerdan a los episodios posteriores a la liberalización en Latinoamérica. Parece que, en un mundo desregulado, el «buen comportamiento» de las crisis financieras asiáticas es una reliquia del pasado.

4. BIBLIOGRAFÍA

- Bhattacharya, A.; Claessens, S., y Hernández, L. (1997): *Recent Financial Market Turbulence in Southeast Asia*, mimeo, The World Bank, octubre.
- Edison, H. J., y Miller, M. (1997): *The Hong Kong Handover: Hidden Pitfalls?*, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve, julio.
- Kaminsky, G. L., y Reinhart, C. M. (1996): *The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance of Payments Problems*, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve, agosto.
- McKinnon, R., y Pill, H. (1994): *Credible Liberalizations and International Capital Flows: the Overborrowing Syndrome*, mimeo, Universidad de Standford.
- Montiel, P.; Reinhart, C. M. (1997): «The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s», en S. Griffith-Jones y M. Montes (eds.), *Short-term Capital Movements and Balance of Payments Crises*, Helsinki: UNU/WIDER.