

La crisis de Asia

Causas y remedios

Hasta su repentina caída en desgracia en 1997, los países más afectados por la crisis financiera de Asia —Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia— eran objeto de admiración en todo el mundo por sus logros económicos y despertaban gran interés en los inversionistas extranjeros. ¿Qué pasó entonces? Y, ¿existe alguna receta para reducir el riesgo de que sobrevengan otras crisis en el futuro?

Bijan B. Aghevli

DURANTE LOS TRES decenios que antecedieron a la crisis financiera de Asia, Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia registraron una extraordinaria evolución económica: acelerado crecimiento, baja inflación, estabilidad macroeconómica y sólida situación fiscal, altas tasas de ahorro, economías abiertas y prósperos sectores exportadores. Por consiguiente, no es extraño que nadie haya previsto la crisis de Asia. Ahora que ya se produjo, obviamente es mucho más fácil determinar los problemas que la originaron. De hecho, existe consenso con respecto a las causas de la crisis, lo que contrasta con la diversidad de opiniones sobre sus soluciones.

¿Qué pasó?

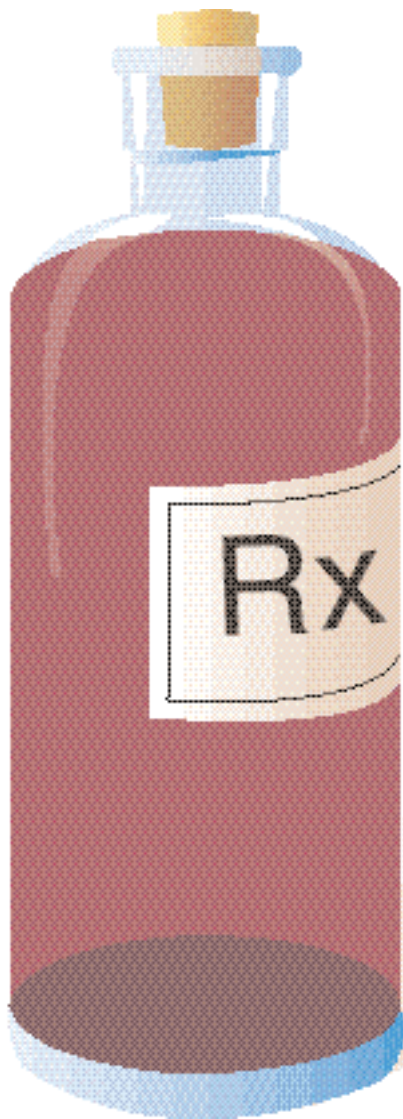
Estos países fueron, en gran medida, víctimas de su propio éxito. Ante los pujantes resultados económicos de principios de los años noventa, los países de Asia se negaron a creer que había problemas cuando éstos surgieron. Creyéndose inmunes al tipo de crisis que padeció América Latina en los años ochenta ya que no tenían los elevados déficit fiscales, las gravosas cargas de la deuda pública, la acelerada expansión monetaria y los obstáculos estructurales que generaron la vulnerabilidad de América Latina, los países de Asia no atendieron seriamente sus incipientes problemas hasta que fue demasiado tarde.

El caso de Tailandia es muy ilustrativo. Los problemas de Tailandia empezaron en 1996. A principios de 1997, el FMI advirtió a las autoridades que era inminente una crisis cambiaria,

pero resultó difícil convencerlas de la gravedad de los problemas en ciernes. Obviamente, la advertencia no se dio a conocer al público dado el alto riesgo de que esta medida precipitase la crisis que se estaba tratando de evitar.

Además, en ese momento, el FMI no conocía la verdadera dimensión de los problemas de Tailandia, ya que el baht se apuntaló inicialmente mediante una fuerte intervención en el mercado a término. Sin saber que prácticamente todas las reservas internacionales de Tailandia estaban comprometidas en ese mercado, el FMI consideró que éstas eran suficientes, hasta mediados de 1997, cuando las reservas utilizables del país casi se habían agotado y las autoridades solicitaron ayuda del FMI. Del mismo modo, hasta que Corea recurrió al FMI, éste desconocía que las reservas de divisas del país se habían utilizado casi en su totalidad.

Las causas subyacentes de la crisis de Asia están claramente identificadas. Primero, se produjo una oferta considerable de fondos internacionales a tasas de interés relativamente bajas ya que los inversionistas, en busca de nuevas oportunidades de inversión, trasladaron fuertes cantidades de capital a Asia. Como en todos los ciclos de auge y caída, en un principio los precios de las acciones y los bienes raíces se dispararon, de modo que la región atrajo más fondos aún. No obstante, la asignación interna de estos recursos externos era ineficiente debido a la poca solidez de los sistemas bancarios, la deficiente administración de las empresas y la falta de transparencia del sector financiero. La limitada capacidad de



absorción de estos países también agravó la ineficiencia en la asignación de los fondos extranjeros. Segundo, los regímenes cambiarios —que, de hecho, eran regímenes de paridad fija— dieron a los prestatarios una engañosa sensación de seguridad y los incitaron a asumir deudas en dólares de EE.UU. Tercero, en los países afectados por la crisis, las exportaciones mostraron poco dinamismo a mediados de los años noventa por varias razones, entre ellas, la apreciación del dólar de EE.UU. frente al yen, la devaluación del yuan de China en 1994 y la pérdida de algunos mercados tras la firma del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC).

La afluencia masiva de capital y la pérdida de impulso de la exportación se tradujeron en un aumento de los déficit en cuenta corriente. Para empeorar la situación, una parte considerable de los flujos de capital correspondía a préstamos a corto plazo, lo que puso a los países a merced de las perturbaciones externas.

En retrospectiva, resulta fácil decir que esta situación era una invitación a la crisis; sólo faltaba saber qué la desencadenaría. Una vez que estalló la crisis en Tailandia, en julio de 1997, todos los países de Asia quedaron vulnerables. Y los mercados se excedieron en su reacción, considerando que si eso podía pasar en Tailandia, también sucedería en otros países de Asia que tenían los mismos problemas, en diversos grados: sectores financieros y empresariales poco sólidos, elevados déficit en cuenta corriente y gravosas cargas de la deuda externa. Los acreedores retiraron sus fondos de la región y la crisis se propagó.

Cuando estos países recabaron la ayuda del FMI, inicialmente el problema más urgente era suministrarles financiamiento para resolver la crisis de liquidez originada por la repentina fuga de capitales y el desplome de las monedas e infundir confianza a los mercados. El FMI concedió los mayores préstamos de su historia y concertó con otros países de la región y el Grupo de los Siete el suministro de financiamiento adicional.

Política monetaria

Dado que el primer síntoma de la crisis fue el desplome de las monedas de los países de Asia, la política monetaria fue un elemento clave de los programas de reforma de estos países. Resulta una ironía que los programas hayan sido criticados desde los dos extremos: algunos críticos consideran que los países deberían haber subido más las tasas de interés para defender sus monedas, en tanto que otros han aducido que el aumento de las tasas de interés fue la principal causa de los problemas ulteriores. Varios investigadores universitarios han opinado que, en una recesión, la política ortodoxa sería bajar las tasas de interés y dejar que el tipo de cambio descienda para impulsar la actividad económica. No obstante, la depreciación de la moneda durante la crisis fue tajante: el won bajó de menos de 1.000 hasta 2.000 por dólar de EE.UU. en tan solo un mes. En situaciones tan extremas, la prioridad debe ser estabilizar el tipo de cambio antes de que se consolide un círculo vicioso inflacionario. Si se permite que los precios internos se disparen, la restricción monetaria que se requiere para lograr nuevamente la estabilidad de los precios tiene un costo demasiado alto.

La estrategia aplicada por los países de Asia consistió en elevar las tasas de interés a corto plazo para frenar el deterioro del

tipo de cambio, reduciendo luego las tasas de interés en forma gradual a medida que se estabilizara el tipo de cambio. De hecho, el aumento inicial de las tasas de interés fue moderado y de corta duración: en Tailandia, las tasas de interés a corto plazo subieron al 25%, y en Corea al 35%, y se mantuvieron a esos niveles máximos sólo algunos días para luego bajar rápidamente hasta los niveles previos a la crisis. Además, si se tiene en cuenta el efecto de la acusada depreciación de la moneda sobre las expectativas de inflación, el aumento de las tasas de interés fue muy inferior en cifras reales que en cifras nominales. Las tasas de interés reales (basadas en el pronóstico de consenso de la inflación como medida de las expectativas inflacionarias), que fluctuaban en torno al 7%–8% antes de la crisis, subieron durante un breve lapso al 20%–25%, pero luego bajaron acusadamente. En ambos países, las tasas reales sólo se situaron por encima del 15% durante dos meses y, en la actualidad, son de alrededor de cero. Al mismo tiempo, tanto el won como el baht se apreciaron considerablemente después de la crisis inicial.

En Indonesia, en cambio, los intentos iniciales de estabilizar la rupia fracasaron; pero ésta es la excepción que confirma la regla. En la primera semana de ejecución del programa de Indonesia, las autoridades llevaron a cabo una intervención no esterilizada y permitieron que las tasas de interés a corto plazo subieran al doble (30%). Como resultado, la rupia registró una fuerte apreciación. Pero dos días después, contrariando el acuerdo entre el país y el FMI, el Banco de Indonesia rebajó las tasas de interés hasta su nivel inicial. La posterior expansión de la liquidez, sumada a las fuertes señales emitidas desde los niveles más altos del gobierno de que no se respetarían los compromisos asumidos en virtud del programa con el FMI, precipitaron la abrupta caída de la rupia. El alto nivel de inflación que ello generó ha exigido tasas de interés mucho más elevadas para recobrar la estabilidad financiera. El costo del ajuste habría sido muchísimo menor si el gobierno hubiera perseverado en su programa inicial.

Con seguridad, la poca solidez de los sectores bancario y empresarial de los países de Asia limitaban las posibilidades de elevar las tasas de interés. Sin embargo, aunque muchos críticos han señalado las consecuencias negativas que tiene el aumento de las tasas de interés internas para los prestatarios nacionales, no han tomado en cuenta el impacto de la depreciación de la moneda sobre quienes asumieron deudas externas. La caída precipitada del valor de una moneda eleva la carga de la deuda externa para los sectores bancario y empresarial hasta niveles intolerables y socava la estabilidad financiera. Por lo tanto, la elección entre una depreciación o un aumento de las tasas de interés cambia radicalmente cuando ha habido un reajuste excesivo del tipo de cambio. La depreciación de la moneda produciría efectos especialmente perniciosos para Indonesia y Corea, donde la proporción de la deuda externa es muy alta en relación con el crédito interno.

La contracción de la liquidez que se produjo en estos países no ha sido simple consecuencia de las altas tasas de interés, ya que los bancos se han mostrado reacios a renovar sus créditos ante el alto volumen de préstamos en mora y la frágil situación del sector empresarial. Resulta instructivo el hecho de que no ha disminuido la compresión del crédito pese a que las tasas de

interés de Corea y Tailandia han bajado a niveles muy inferiores a los niveles previos a la crisis.

Política fiscal

Al principio, los países de Asia tenían una sólida situación presupuestaria. Las metas fiscales iniciales contemplaban un pequeño superávit para facilitar el ajuste externo y financiar el considerable costo de la reestructuración del sector financiero. Sin embargo, a medida que se deterioró la situación económica, las metas fiscales iniciales se corrigieron para permitir que entraran en funcionamiento los estabilizadores automáticos y financiar las partidas adicionales de gasto social que requería la protección de los sectores pobres del país. De hecho, dada la prudencia fiscal de estos países, en algunos casos el FMI se encontró en la des acostumbrada situación de tratar de convencerlos de que aplicaran una política fiscal expansiva. En la actualidad, en todos estos países se ha fijado como meta fiscal un déficit considerable. Por lo tanto, las críticas que atribuyen la desaceleración del crecimiento de estos países a la restricción fiscal son, en gran medida, injustificadas.

Obviamente, se puede culpar al FMI por no haber previsto con exactitud la profundidad de la recesión, pero no existía ningún sesgo sistemático en los pronósticos de crecimiento del FMI, que coincidían, en general, con los pronósticos de consenso. Quizá sea demasiado pronto para saber con certeza por qué nadie previó la gravedad de la recesión, pero hay algunas explicaciones posibles. Primero, cuando los ciclos de auge y caída coinciden con un sistema financiero muy endeble y un sector empresarial muy endeudado, la amplitud y duración de los ciclos son mucho mayores. Segundo, hasta mediados de 1997, parecía que Japón finalmente estaba saliendo de su prolongada recesión. Pero estas esperanzas se desvanecieron cuando la economía de Japón se desplomó, profundizando la recesión en los países de Asia con los que mantiene estrechas relaciones. Por último, el hecho de que varios países de Asia estuvieran en crisis al mismo tiempo socavó la confianza general y suscitó una contracción de la demanda interna más fuerte que la prevista.

Reforma estructural

La inclusión de la reforma estructural en los programas respaldados por el FMI en estos países también ha generado controversias. Algunos críticos han sostenido que el FMI debió centrarse únicamente en la política macroeconómica, ya que la reforma estructural es un proceso a mediano plazo. Sin embargo, en todos esos países los problemas eran principalmente de índole estructural: poca solidez de los sectores financiero y empresarial, deficiente gestión de gobierno y falta de transparencia. Además, a medida que se desarrollaba la crisis, los mercados prestaron mucha atención a estos problemas; habría sido muy difícil recuperar la confianza de los inversionistas si los programas de estos países no hubieran incluido medidas para corregirlos, aunque no pudieran resolverse de la noche a la mañana. Los gobiernos tenían que demostrar que estaban



Bijan B. Aghevli,
ex Subdirector del
Departamento de Asia y
el Pacífico del FMI, es
Director de estudios
económicos y de política
de Asia en el Chase
Manhattan Bank.

conscientes de la dimensión de los problemas y que estaban decididos a corregirlos.

¿Cuál es la situación actual?

La situación ha dado un giro en Corea y Tailandia, pero la crisis aún no ha terminado. Las monedas se han apreciado considerablemente y las tasas de interés han bajado ya hasta los niveles anteriores a la crisis, lo que permitirá reanudar la inversión y el crecimiento. Con todo, el período probablemente será muy difícil. Lo importante ahora es manejar la situación con cuidado para no perder el control de los problemas originados por el desempleo. Estos dos países saldrán de la crisis en una situación considerablemente más sólida siempre y cuando mantengan su determinación de llevar a cabo las reformas de los sectores financiero y empresarial.

El caso de Indonesia, sin embargo, ha resultado mucho más complicado debido a la inestabilidad de la interacción de los problemas políticos y económicos. En junio de 1998, el Gobierno del Presidente Habibie renegó el programa

de reforma respaldado por el FMI, que tiene como objetivo contrarrestar el grave deterioro económico ocurrido desde que se desató la crisis, evitar que la inflación ascienda vertiginosamente hasta quedar fuera de control y ampliar la red de protección social a fin de amortiguar el impacto de la crisis sobre los sectores pobres.

El éxito de los programas de reforma de los países de Asia dependerá en gran medida del entorno externo. Un factor favorable es la persistente pujanza de Estados Unidos, pero lamentablemente las economías de Europa occidental parecen estar perdiendo dinamismo. La situación de Japón es preocupante; es vital que Japón rehabilite su sistema financiero y ofrezca estímulos fiscales idóneos para lograr que la economía se ponga en marcha, pues si no podría correr peligro la recuperación de los países en crisis. La crisis de Rusia y sus repercusiones en América Latina también son motivo de inquietud, aunque hasta el momento no han tenido mayores consecuencias para los países de Asia.

Atención de crisis futuras

Las crisis son inevitables. Mientras existan mercados financieros, habrá ciclos de auge y caída. Pero es posible limitar la vulnerabilidad a las crisis.

En primer lugar, se requiere mejor información para poder evaluar las situaciones y tomar las medidas adecuadas en forma oportuna. De haber sabido el resto del mundo cuán endebletes eran los sistemas financieros de estos países, algo se habría podido hacer antes. Del mismo modo, si el FMI se hubiera percatado de la rapidez con que estaban disminuyendo las reservas internacionales en Tailandia —y, posteriormente, en Corea— se habrían podido efectuar antes los respectivos ajustes de política económica.

Segundo, el sector financiero desempeña una función crucial en todos los ciclos de auge y caída, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo. Es fundamental que se

hayan puesto en funcionamiento los procedimientos prudentiales y de supervisión idóneos y que los bancos estén en condiciones de evaluar los riesgos. Por consiguiente, las reformas del sector financiero son de primordial importancia.

Tercero, una lección muy importante que se ha aprendido de esta crisis es que los países cometen un error cuando aplican un régimen de tipo de cambio fijo si no están dispuestos a tomar las medidas que éste requiere; es decir, además de aplicar políticas macroeconómicas acertadas, deben tener un sistema bancario sano y sólidas reservas que les permitan resistir un aumento defensivo de las tasas de interés a fin de alejar a los especuladores. Pero son pocos los países que pueden mantener un tipo de cambio fijo cuando la situación se torna difícil.

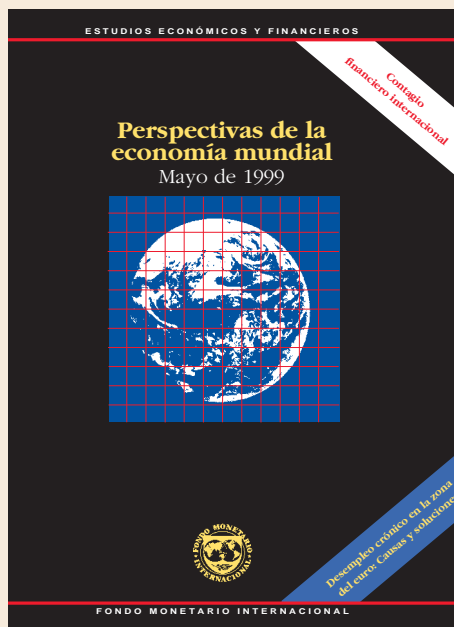
Cuarto, la liberalización del mercado de capitales debe realizarse con prudencia. El problema en los países de Asia no fue que liberalizaran sus cuentas de capital, sino que llevaron a cabo la liberalización en una secuencia equivocada y de manera sólo parcial. La mayoría de estos países liberalizaron los flujos de capital a corto plazo antes de liberalizar la inversión extranjera directa, cuando debieron haber hecho lo contrario. Además, si bien se liberalizaron las entradas de capital, el sector financiero se mantuvo cerrado a la competencia del exterior. La conjunción de una liberalización parcial con rigideces estruc-

turales creó una situación en que los capitales se invirtieron sin prestar la debida atención a los riesgos.

¿Sería aconsejable imponer controles de capital para evitar crisis futuras? Esto equivaldría a cerrar la puerta cuando el caballo ya se ha escapado. Además, los controles de capital son mucho menos eficaces para frenar las salidas que las entradas de capital. Sería más eficaz atender con determinación los problemas fundamentales de los sectores financieros y empresariales y crear el entorno propicio para que, cuando retornen los capitales, puedan utilizarse productivamente. Después de todo, el fácil acceso de estos países al capital extranjero antes de la crisis contribuyó de manera importante a su acelerado crecimiento. Aun en el caso de que el producto de los países de Asia disminuyera 10%, por ejemplo, el crecimiento que han registrado en los últimos 20 años seguiría siendo extraordinario. Lo importante es que la liberalización del capital se haga en la secuencia correcta, para estar seguros de que el sistema financiero de un país esté en condiciones de canalizar el capital hacia inversiones productivas. **F&D**

Este artículo se basa en una alocución del autor en la conferencia "Asia: Un análisis de las crisis financieras", copatrocinada por el Banco de la Reserva Federal de Chicago y el Fondo Monetario Internacional, que tuvo lugar en Chicago durante los días 8 al 10 de octubre de 1998.

Publicación del FMI



Perspectivas de la economía mundial

En la edición de mayo de *Perspectivas de la economía mundial*, el personal técnico del FMI evalúa la evolución económica reciente, presenta proyecciones del crecimiento en 1999 y 2000 y examina las repercusiones mundiales de las crisis de los mercados emergentes y los problemas conexos con que se ven confrontadas las autoridades nacionales. En dos estudios especiales se analizan el contagio financiero internacional y el problema del desempleo crónico en la zona del euro. En un extenso apéndice estadístico se presentan datos históricos y proyecciones.

ISSN 0256-6877

US\$36 (profesores y estudiantes universitarios: US\$25); rústica.
1999. ISBN 1-55775-811-5. Stock #WEO-EA 00199

Pase revista a las publicaciones del FMI en <http://www.imf.org>
Los pedidos, con pago anticipado, pueden hacerse por correo, teléfono, fax o correo electrónico. En los pedidos con tarjeta de crédito, sírvase incluir el número de tarjeta AMEX, VISA o MasterCard, la fecha de expiración de la tarjeta, y la firma si el pedido se hace por correo o fax.

International Monetary Fund • Publication Services • Box FD299 • 700 19th Street, N.W. • Washington, D.C. 20431 EE.UU. • Teléfono: (202) 623-7430 • Fax: (202) 623-7201 • Correo electrónico: publications@imf.org