

La crisis financiera de Asia

¿Qué hemos aprendido?

¿Qué enseñanzas podemos extraer de la crisis de Asia? ¿Cómo podemos aprovechar la experiencia adquirida para prevenir futuras crisis y limitar los daños cuando ocurren?

Timothy Lane

La crisis financiera de Asia —que se propagó de Tailandia a otros países de la región en el segundo semestre de 1997— precipitó a las naciones afectadas en una profunda recesión, que produjo creciente desempleo, pobreza y perturbaciones sociales. Además, la erupción, propagación y persistencia de la crisis puso en entredicho un supuesto básico. En efecto, las economías más afectadas fueron justamente los “tigres” de Asia, países con pocas de las deficiencias normalmente vinculadas a los que solicitan asistencia al FMI. Estos países gozaban de un superávit fiscal, elevadas tasas de ahorro y bajas tasas de inflación y en la mayoría de los casos no parecía haber grandes desajustes del tipo de cambio.

La crisis parece haber pasado; los mercados se han estabilizado y se ha iniciado una firme recuperación. No obstante, estos países deberán aplicar un sostenido programa de reformas estructurales. Los hechos de los últimos dos años plantean ciertas interrogantes fundamentales: ¿por qué se produjo una crisis en estos países?; ¿por qué los programas respaldados por el FMI que se aplicaron en Indonesia, Corea y Tailandia no permitieron contener el pánico registrado al comienzo de la crisis ni prevenir la recesión?

Fragilidad financiera

Aunque muchos factores pueden haber contribuido al inicio y propagación de la crisis,

se conviene cada vez más en que la fragilidad financiera fue el principal factor, que tiene cuatro aspectos interrelacionados. Primero, muchas instituciones y sociedades financieras en los países afectados habían obtenido préstamos en moneda extranjera sin una adecuada cobertura, lo cual los hizo vulnerables a la depreciación. Segundo, gran parte de la deuda era a corto plazo, siendo los activos a más largo plazo, lo cual creaba la posibilidad de un ataque sobre la liquidez, cuyo efecto sería similar al del pánico bancario. Tercero, se habían registrado grandes alzas en los mercados bursátiles y de bienes raíces antes de la crisis, aumentando la posibilidad de una deflación pronunciada del precio de los activos. Cuarto, en muchos casos la asignación del crédito era deficiente, lo que contribuyó a crear problemas cada vez más visibles en los bancos y otras instituciones financieras antes de la crisis.

¿Cómo se explica la fragilidad del sistema financiero en estos países? En parte, debido a la ineficacia de la supervisión y regulación financiera en el marco de la liberalización del sector financiero. La liberalización de la cuenta de capital se llevó a cabo en un orden inadecuado, alentándose el endeudamiento a corto plazo. Además, dada la escasa flexibilidad del tipo de cambio, los prestatarios subestimaron el riesgo cambiario. La política monetaria permitió una rapidísima expansión del crédito interno. Aunque los bancos y

empresas en estos países se endeudaron de manera imprudente, los prestamistas extranjeros también ofrecieron financiamiento imprudentemente, reflejo tal vez de una gestión inadecuada del riesgo, una percepción inexacta de las garantías estatales implícitas y la falta de información disponible.

Estos elementos de vulnerabilidad dificultaron la contención de la crisis una vez iniciada. La rápida salida de los inversionistas —nacionales y extranjeros— creó un círculo vicioso: se depreció la moneda, aumentó el número de instituciones insolventes, se redujeron las perspectivas de reembolso, y se aceleró la salida de capital. Varios hechos adversos agravaron esta dinámica desfavorable después de adoptarse los programas respaldados por el FMI: los acontecimientos políticos y la falta de decisión inicial para aplicar las políticas acordadas crearon dudas con respecto a la voluntad de las autoridades para aplicar los programas de reforma; en el punto culminante de la crisis, se difundió información inquietante (especialmente sobre la escasez de reservas internacionales) que hasta entonces había sido retenida y, en Indonesia la clausura de los bancos —medida muy necesaria— fue acompañada por garantías muy limitadas —y mal anunciadas— que se ofrecerían a los depositantes en caso de cerrarse más bancos. También había dudas sobre la medida en que se podría contar efectivamente con los planes de financiamiento anunciados.

Control de la crisis

Dado el carácter de la crisis, las políticas adoptadas en el marco de los programas respaldados por el FMI tuvieron tres componentes principales: grandes planes financieros oficiales y ciertas medidas destinadas a evitar la salida del capital privado; un conjunto sin precedente de reformas estructurales, y políticas macroeconómicas encaminadas a contrarrestar la crisis. El componente políticas se examina con más detalle en otros documentos (por ejemplo, Lane y otros, 1999), pero en este artículo se analizan algunas cuestiones fundamentales.

Financiamiento. El financiamiento otorgado a los países asiáticos en crisis alcanzó montos extraordinarios: US\$36.000 millones para Indonesia, US\$58.000 millones para Corea y US\$17.000 millones para Tailandia. Sin embargo, comparados con los posibles flujos de capital privado, dichos montos no fueron tan importantes. Además, no se pudo disponer de todos los fondos para contrarrestar las presiones del mercado, especialmente al comienzo. Primero, la asistencia del FMI se otorgó por etapas; éste es un procedimiento estándar destinado a crear un incentivo para que las autoridades apliquen las políticas de ajuste acordadas en el marco del programa. Sin embargo, esto limitó la capacidad de las autoridades para contrarrestar las presiones inmediatas del mercado. Parte de los fondos bilaterales —la “segunda línea de defensa”— prometidos a Indonesia y Corea nunca fueron desembolsados.

Por otro lado, los programas sólo podían aplicarse según lo previsto si seguía habiendo un volumen importante de financiamiento privado. Al comienzo se procuró crear una imagen suficientemente favorable en los mercados para lograr que los inversionistas privados mantuvieran voluntariamente el capital en los países. Tailandia fue el único país que intentó llegar a un acuerdo explícito con los acreedores al iniciarse la crisis. En Corea, donde se registraron cuantiosas

salidas de capital en las tres primeras semanas del programa de reforma, sólo se evitó el incumplimiento mediante un acuerdo de refinanciamiento con los principales bancos acreedores, tras 11 horas de negociación, seguido de un acuerdo de reestructuración de la deuda a corto plazo. En Indonesia se impuso una moratoria de facto de los pagos, y las conversaciones con los acreedores se iniciaron en febrero de 1998; en este país, la reestructuración fue dificultada por el hecho de que casi la mitad de la deuda externa fue contraída directamente por empresas privadas, no por bancos.

Una interrogante evidente es si no debería haberse actuado antes y con mayor decisión para lograr la participación de los acreedores privados —es decir, exigirles que mantengan su financiamiento neto al país deudor— mediante la reestructuración de deudas y los controles a las salidas de capital. Esta idea parece atractiva por dos razones: ofrece un medio para romper el círculo vicioso de salidas de capital, depreciación e insolvencia; además, podría indicar a los acreedores privados que no serán rescatados necesariamente a través de los programas de financiamiento oficial. Sin embargo, no es honesto atraer la participación del sector privado en la mitad de una crisis. Indudablemente, un enfoque severo habría exacerbado el contagio, y el efecto neto habría sido un volumen menor —no mayor— de financiamiento privado para los países afectados. En consecuencia, los debates posteriores sobre política se han centrado en la concertación de acuerdos previos para mantener el crédito del sector privado, más que en la adopción de medidas decididas al ocurrir una crisis.

Reformas estructurales. Desde el comienzo, las reformas estructurales fueron un componente esencial de los programas nacionales para abordar las causas fundamentales de la crisis y sus consecuencias, además de crear las condiciones para el crecimiento a mediano plazo. Dado que muchas reformas estructurales estaban fuera del campo de acción del FMI, los detalles de los programas de reforma estructural fueron resueltos frecuentemente en colaboración con el Banco Mundial y el Banco Asiático de Desarrollo.

Las reformas estructurales se centraron en los sectores financiero y empresarial, donde la estrategia tuvo dos objetivos principales. El primero fue resolver los problemas creados por la crisis: era necesario intervenir las instituciones insolventes —cerrando las que no fueran viables y fortaleciendo las que tenían potencial— y adoptar medidas para limitar el doble riesgo de pánico bancario y expansión descontrolada de la liquidez. Segundo, dar solidez al sistema —principalmente mediante el mejoramiento de la supervisión y regulación financiera— para minimizar la posibilidad de que se repitan los problemas. Estos objetivos eran interdependientes: no tenía sentido rescatar instituciones insolventes para que continuaran sus prácticas tradicionales en un sistema mal regulado, ni tampoco crear un sistema regulatorio avanzado para instituciones atrapadas —o a punto de caer— en la insolvencia.

Las reformas estructurales cubrieron muchas otras áreas. Se adoptaron medidas para reformar los monopolios patrocinados por el Estado, mejorar las leyes sobre competencia, e incrementar la transparencia de la información económica y financiera a fin de fomentar la buena gestión y la competencia.

Las reformas del comercio internacional tuvieron como fin principal llevar adelante los planes de liberalización existentes y evitar caer en una política de empobrecer al vecino.

Las reformas del sector social —encaminadas a fortalecer y ampliar las redes de protección social— desempeñaron un papel prominente dadas las inquietudes sobre el efecto de la crisis en los pobres y los grupos vulnerables. Estas reformas incluyeron medidas para aumentar la transferencia de los ingresos fortaleciendo y ampliando las redes de protección social, limitando el desempleo mediante diversos programas de empleo y capacitación, limitando los efectos de las alzas en los hogares pobres mediante la introducción o el mantenimiento de las subvenciones para alimentos, la energía, y el transporte, y manteniendo el acceso de los pobres al cuidado de la salud y la educación.

Dada la amplitud de las reformas estructurales, cabe preguntarse si los programas no han sufrido de una sobrecarga de reformas estructurales. Esta crítica no debe tomarse a la ligera; aunque puede existir amplio consenso en el sentido de que era necesario adoptar ciertas medidas en los terrenos financiero y empresarial, la urgencia de muchas otras reformas incluidas en el programa era menos evidente. Persisten aún importantes interrogantes sobre el ritmo y secuencia apropiados de las reformas y la prioridad asignada a diferentes aspectos de la reforma pues los programas se orientaron cada vez más a la reforma financiera y empresarial, así como a los problemas sociales.

Políticas macroeconómicas. Al momento de formularse los primeros programas respaldados por el FMI las enormes presiones del mercado habían obligado ya a las autoridades de los tres países en crisis a adoptar un tipo de cambio flotante. Las políticas incluidas en los programas se formularon con arreglo a esta circunstancia. No se intentó restablecer la vinculación de la moneda debido principalmente a que las autoridades no contaban con reservas ni estaban dispuestas a valerse de la política monetaria para defender la moneda.

Dada la decisión de dejar flotar la moneda y la inestabilidad de los mercados en ese momento, se planteó, al adoptarse la política monetaria, una difícil disyuntiva entre el deseo de resistir a las presiones del mercado y evitar una espiral de depreciación e inflación y el de limitar los efectos adversos de una política monetaria más restrictiva en la economía real. Los resultados variaron considerablemente en los tres países. En Corea y Tailandia la situación fue similar a un caso clásico de estabilización exitosa: se elevaron considerablemente las tasas de interés nominales —no obstante cierta indecisión inicial— y las tasas reales alcanzaron un nivel máximo de más del 20% en Corea y de alrededor del 15% en Tailandia, tras lo cual se redujeron gradualmente. Desde mediados de 1998, al reducirse las presiones del mercado y fortalecerse la moneda, las tasas de interés nominales y reales en ambos países alcanzaron un nivel igual o inferior al existente antes de la crisis. En Indonesia la situación fue muy diferente: la política monetaria sufrió un fuerte cambio de dirección porque se suministró un enorme volumen de liquidez a un sistema bancario en crisis en un marco de grandes perturbaciones sociales y políticas. Al comienzo, la expansión monetaria se ajustó a la precipitada depreciación de la rupia al acelerarse bruscamente la inflación. Las tasas de

interés nominales alcanzaron niveles muy elevados, aunque esto se debió enteramente a la depreciación y al aumento de la prima por riesgo; las tasas de interés reales siguieron siendo negativas durante el período comprendido entre la aplicación del programa respaldado por el FMI y fines de septiembre de 1998. En general, siguieron aumentando el dinero real en sentido amplio y el crédito, si bien registraron grandes fluctuaciones mensuales vinculadas con los brotes inflacionistas. En consecuencia, en Indonesia se perdió el control monetario básico y continuaron los trastornos de los mercados, lo cual produjo un círculo vicioso. Los mercados sólo se estabilizaron a fines de 1998.

Los resultados obtenidos en estos países parecen indicar que la adopción de una política monetaria más restrictiva permitió estabilizar la moneda. De hecho, si esa política se hubiera adoptado antes y con mayor decisión, el costo habría sido menor. El período de altas tasas de interés fue comparativamente breve y no produjo una contracción de la masa monetaria ni del crédito; si bien hubo un impacto negativo sobre las carteras de los bancos, una depreciación mayor podría haber puesto a los bancos en una situación peor. Quedan pendientes algunas interrogantes sobre la medida en que debe ser más restrictiva la política monetaria y sobre la eficacia de una política monetaria restrictiva en un marco de insolvencia generalizada. Existían también ciertas inquietudes sobre la contracción del crédito, que afectó adversamente a muchos posibles prestatarios, especialmente empresas pequeñas. Estas inquietudes ponen de manifiesto la urgencia de avanzar en la reestructuración del sector financiero a fin de eliminar los obstáculos para la asignación eficiente del crédito.

Antes de la crisis, la política fiscal había sido relativamente sólida en estos países, que registraron superávit por varios años. Tailandia fue el único país en que la expansión fiscal contribuyó a iniciar la crisis. Cuando se formularon inicialmente las políticas fiscales como parte de los programas, se estimó que continuaría el crecimiento —aunque a un ritmo más lento— y que era necesario afianzar la cuenta corriente para hacer frente un cambio de sentido de las corrientes de capital externo. Algunos ajustes fiscales tuvieron como fin aliviar la carga del ajuste en el sector privado e incluir los costos previstos de la reestructuración financiera, así como el mayor gasto social. El ajuste fiscal fue más riguroso en Tailandia, donde el déficit había aumentado el año anterior, mientras que en Indonesia y Corea incluso los programas iniciales contemplaron un escaso nivel de ajuste global y se limitaron principalmente a cubrir los posibles costos de recapitalización de los bancos. En retrospectiva, dada la notable disminución de la demanda del sector privado que se estaba produciendo, la política fiscal debería haber sido más expansionista, y hubo un cambio de dirección importante al aclararse la situación. El deterioro de las condiciones económicas se tradujo directamente en un fuerte aumento del déficit fiscal que, desde comienzos de 1998, fue compensado mediante una flexibilización de los objetivos fiscales de los programas.

Enseñanzas

La crisis plantea varias cuestiones de importancia para el sistema financiero internacional, muchas de ellas relacionadas

con el desarrollo de una nueva estructura financiera mundial. También se demostró la dificultad inherente de detener la crisis una vez iniciada, dada la velocidad con que puede movilizarse el capital a corto plazo al cambiar la actitud de los mercados. Evidentemente, la prevención es fundamental.

¿Cómo pueden los países evitar que se multipliquen los problemas de vulnerabilidad que provocaron la crisis de Asia? Evidentemente, parte de la estrategia consiste en mantener una política macroeconómica adecuada. El régimen cambiario es un aspecto particularmente controvertido pues muchos observadores se han centrado en la importancia de limitar la flexibilidad del tipo de cambio para estimular las entradas de capital con anterioridad a la crisis. Algunos han concluido que las únicas opciones viables son la flexibilidad total del tipo de cambio o el extremo opuesto, es decir, la fijación institucionalizada (caja de conversión o plena dolarización). Este aspecto sigue siendo objeto de intenso debate e investigación.

Otro elemento fundamental es el mejoramiento de la supervisión y regulación financiera tanto en los países deudores como en los acreedores. Aparentemente, la crisis dejó al descubierto también las deficiencias en materia de gestión del riesgo de los intermediarios financieros, incluido el análisis inadecuado del riesgo relativo a las variaciones de precios, que, aunque parecían improbables, podían ocurrir.

La transparencia también es importante en la prevención de las crisis. Cuando la crisis de Asia se encontraba en su punto culminante se dio a conocer información inquietante —en particular sobre la debilidad de las reservas de los bancos centrales— que exacerbó el pánico en los mercados; habría sido mucho mejor si esa información hubiera salido a la luz antes, cuando podría haber limitado las vertiginosas afluencias de capital. En períodos normales, la mejora de las normas sobre difusión de datos y las medidas destinadas a aumentar la transparencia de las políticas pueden ayudar a los mercados a mejorar la evaluación del riesgo —limitando así la acumulación de desequilibrios— y alentar a las autoridades a adoptar medidas oportunas para abordar los problemas de vulnerabilidad. Una mayor transparencia del propio FMI es parte de esta estrategia.

Una mayor supervisión internacional, con un seguimiento más minucioso del sector financiero y mayor hincapié en las normas internacionales, puede contribuir también a alertar a las autoridades sobre los problemas que se producirán. Esta supervisión debería incluir, además, una perspectiva regional a fin de advertir sobre el peligro inminente de contagio a nivel regional, como ocurrió en Asia.

La participación del sector privado en la prevención y resolución de las crisis financieras constituye un aspecto más complejo. El problema fundamental es cómo mantener el financiamiento de los acreedores privados —e imponer pérdidas a los acreedores a corto plazo, si es pertinente— sin exacerbar indebidamente el contagio. En los recientes debates internacionales se han evaluado los costos y beneficios potenciales de las medidas preparatorias que pueden adoptarse en tiempos



Timothy Lane, Jefe de la División de Examen de Políticas del Departamento de Elaboración y Examen de Políticas del FMI.

normales, por ejemplo, la modificación de los contratos de bonos estándar para facilitar su reestructuración en caso de producirse una crisis y el establecimiento de líneas de crédito contingente con las instituciones financieras privadas. Otra cuestión conexa es la modificación de la política del FMI de otorgar préstamos a países con pagos en mora frente a acreedores privados.

El problema de los controles de capital —otra cuestión espinosa— tiene tres aspectos fundamentales: la secuencia de la liberalización de la cuenta de capital, pues la crisis ha puesto de manifiesto los riesgos de liberalizar los flujos a corto plazo y mantener, al mismo tiempo las restricciones sobre los flujos a más largo plazo, así como la necesidad de mantener el ritmo de liberalización de la cuenta de capital acorde con el fortalecimiento del sistema financiero interno; el posible mérito de los impuestos para desalentar las entradas de capital a corto plazo, y

la eficacia de los controles sobre las salidas de capital en caso de ocurrir una crisis. Para el sistema internacional, la interrogante fundamental no es si los controles podrían haber aliviado una crisis en particular, sino si la aplicación de controles reduce la frecuencia y gravedad de las crisis, dado que ello podría aumentar los incentivos para la salida del capital al surgir los primeros indicios de crisis. También deben tomarse en cuenta las consecuencias a más largo plazo de las consiguientes limitaciones al acceso a los mercados internacionales de capital.

Otros problemas guardan relación con la gestión de la crisis. En lo que respecta a la política monetaria, la experiencia de la crisis de Asia parece indicar que, en general, la aplicación de políticas restrictivas dio buenos resultados: tras un período de altas tasas de interés, las presiones del mercado disminuyeron y las tasas se redujeron a los niveles existentes antes de la crisis. De hecho, si las políticas monetarias más restrictivas se hubieran aplicado antes, podrían haber sido incluso más eficaces para contener la crisis. Sin embargo, aún quedan importantes interrogantes sobre la eficacia de aumentar las tasas de interés en el marco de una crisis caracterizada por la insolvencia generalizada. En lo relativo a la política fiscal, la crisis pone de relieve la necesidad de que los países adapten sus políticas a los cambios macroeconómicos. Con respecto a las políticas estructurales, la crisis no sólo pone de manifiesto la importancia de actuar con decisión pero también plantea algunas cuestiones importantes.

Finalmente, se ha reevaluado la forma en que se provee financiamiento oficial para hacer frente a las crisis. Esto incluye el volumen y programación de la asistencia del FMI a los países que afrontan presiones del mercado. La reciente introducción de líneas de crédito contingente por parte del FMI, que proveerá financiamiento en gran escala para los países que podrían ser afectados por el contagio, representa una medida importante a este respecto. **F&D**

Referencia:

Lane, Timothy D. y otros, 1999, IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea, and Thailand: A Preliminary Assessment, *FMI, Occasional Paper 178* (Washington: Fondo Monetario Internacional).