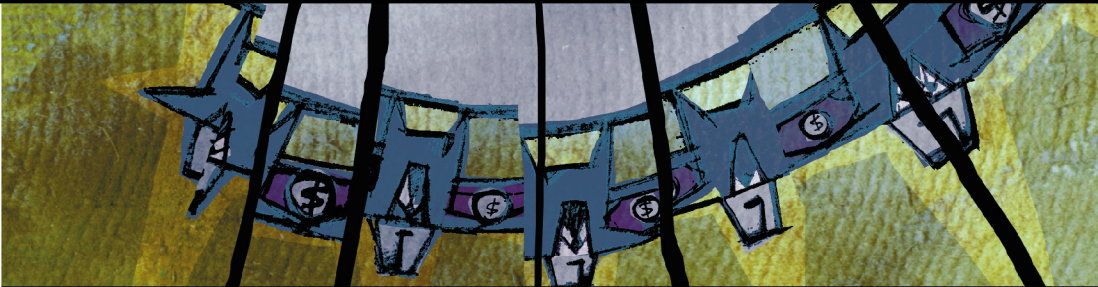


Carlos Parodi Trece



# Globalización y crisis financieras internacionales



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO  
CENTRO DE INVESTIGACIÓN





Globalización y crisis  
financieras internacionales:  
causas, hechos, lecciones e impactos  
económicos y sociales

Carlos Parodi Trece



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO  
CENTRO DE INVESTIGACIÓN

© Universidad del Pacífico  
Centro de Investigación  
Av. Salaverry 2020  
Lima 11, Perú

**Globalización y crisis financieras internacionales: causas, hechos, lecciones e impactos económicos y sociales**

Carlos Parodi Trece

1a. edición: diciembre 2001, setiembre 2003, octubre 2004,  
diciembre 2006, octubre 2008

Diseño de la carátula: Ícono Comunicadores

ISBN: 9972-603-69-5

Hecho el depósito legal en la Biblioteca Nacional del Perú: 2008-13307

BUP-CENDI

Parodi Trece, Carlos

Globalización y crisis financieras internacionales: causas, hechos, lecciones e impactos económicos y sociales.-- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2008.

/CRISIS ECONÓMICA/CRISIS MONETARIA/SISTEMAS MONETARIOS/  
MERCADO FINANCIERO INTERNACIONAL/SISTEMA FINANCIERO/  
FINANZAS INTERNACIONALES/REFORMA MONETARIA INTERNACIONAL/  
CONVERTIBILIDAD/GLOBALIZACIÓN/MÉXICO/ASIA/RUSIA/BRASIL/  
PERÚ/FMI/

338.974 (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (Apesu) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (Eulac).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este texto por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.

*A mi padre  
A la memoria de mi madre*



# Índice

|                           |    |
|---------------------------|----|
| <b>Introducción</b> ..... | 19 |
|---------------------------|----|

|   |    |
|---|----|
| <b>I. El entorno macroeconómico en una economía abierta:<br/>algunas precisiones conceptuales</b> ..... | 25 |
| 1. El análisis de la evolución de una economía .....  | 25 |
| 2. Globalización y crisis externas: los hechos estilizados .....  | 26 |
| 2.1. Globalización: ¿amenaza u oportunidad? .....   | 26 |
| 2.2. Las crisis externas: una introducción .....  | 28 |
| 3. El producto bruto interno (PBI) y las identidades<br>macroeconómicas .....                           | 32 |
| 3.1. PBI, ingreso, cuenta corriente y ahorro .....  | 34 |
| 3.2. La sostenibilidad del déficit en cuenta corriente;<br>¿es negativo tener un déficit? .....         | 38 |
| 3.2.1. Un aumento de la inversión interna .....   | 41 |
| 3.2.2. Una caída en el ahorro interno .....   | 43 |
| 3.2.3. Otros factores .....   | 44 |
| 4. Conclusiones .....   | 45 |

|  |    |
|--|----|
| <b>II. Los flujos de capitales y el mercado internacional<br/>de capitales</b> .....   | 47 |
| 1. ¿Por qué los países recurren al mercado internacional de<br>capitales? .....        | 47 |
| 2. Capitales externos y las economías emergentes: tendencias<br>y causas .....         | 50 |
| 2.1. La atracción de las economías emergentes: los <i>Pull</i><br><i>Factors</i> ..... | 62 |
| 2.2. Los factores externos: los <i>Push Factors</i> .....                              | 63 |
| 3. La liberalización financiera .....  | 64 |
| 4. El funcionamiento de los mercados financieros: la<br>información asimétrica .....   | 68 |
| 4.1. Selección adversa .....   | 68 |
| 4.2. Riesgo moral ( <i>Moral Hazard</i> ) .....  | 69 |
| 4.3. El comportamiento en manada ( <i>Head Behavior</i> ) .....                        | 70 |



|  |  |           |
|--|--|-----------|
| 5.   | Los riesgos de los actores en los mercados financieros<br>internos y externos .....          | 71        |
| 5.1.   | El sistema financiero interno .....  | 71        |
| 5.2  | La incorporación del mercado internacional de<br>capitales: ¿incrementa los problemas? ..... | 75        |
| 6.   | Soluciones al problema de la información asimétrica .....                                    | 78        |
| 7.   | El manejo de los flujos de capitales: el menú de opciones .....                              | 80        |
| 7.1.   | La intervención esterilizada .....   | 82        |
| 7.2.   | La política cambiaria .....  | 84        |
| 7.3.   | La política fiscal .....   | 87        |
| 7.4.   | Controles de capitales .....   | 87        |
| 7.4.1  | Clases y efectos de los controles de capitales .....   | 89        |
| 7.4.2  | ¿Son efectivos los controles de capitales? .....   | 93        |
| 8.   | Síntesis .....   | 94        |
| <b>III. Las crisis financieras y las crisis cambiarias .....</b> |  | <b>97</b> |
| 1.   | Introducción: tipos de crisis .....  | 97        |
| 2.   | Las crisis financieras: definición y causas .....  | 99        |
| 2.1.   | La volatilidad del entorno macroeconómico .....  | 101       |
| 2.1.1.   | Aumentos en la tasa de interés y su inducción<br>sobre los flujos privados de capital .....  | 101       |
| 2.1.2.   | Fluctuaciones bruscas en los términos de<br>intercambio .....                                | 102       |
| 2.1.3.   | Fluctuaciones en el tipo de cambio real .....  | 103       |
| 2.2.   | El papel de los sistemas financieros .....   | 103       |
| 2.2.1.   | Ingresos de capital y <i>boom crediticio</i> .....   | 103       |
| 2.2.2.   | Crecimiento y denominación monetaria de las<br>deudas bancarias de largo plazo .....         | 105       |
| 2.2.3.   | Preparación inadecuada para la liberalización<br>financiera .....                            | 105       |
| 2.2.4.   | Involucración gubernamental en las decisiones<br>de préstamos .....                          | 106       |
| 3.   | Las crisis cambiarias: definición y causas .....   | 107       |
| 3.1.   | Una precisión: tipos de cambio nominales y reales .....                                      | 107       |
| 3.2.   | ¿Qué es una crisis cambiaria? .....  | 109       |
| 3.2.1  | Los modelos de primera generación .....  | 111       |
| 3.2.2  | Los modelos de segunda generación .....  | 112       |
| 4.   | Los modelos de contagio .....  | 116       |
| 5.   | La interacción entre las crisis bancarias y cambiarias .....                                 | 119       |

|            |   |            |
|------------|---|------------|
| 6.         | ¿Pueden predecirse las crisis? .....  | 123        |
| <b>IV.</b> | <b>La crisis financiera de México .....</b>   | <b>133</b> |
| 1.         | Introducción .....  | 133        |
| 2.         | Antecedentes: ¿un reformista exitoso? .....   | 134        |
| 3.         | La gestación de la crisis .....   | 137        |
| 3.1.       | El ingreso de capitales y la balanza de pagos .....                                       | 137        |
| 3.2.       | La apreciación cambiaria .....  | 140        |
| 4.         | 1994 y el estallido de la crisis .....  | 142        |
| 4.1.       | El problema de Chiapas y el aumento de la tasa de<br>interés internacional .....          | 143        |
| 4.2.       | El asesinato de Colossio, la respuesta de política<br>económica y la vulnerabilidad ..... | 144        |
| 5.         | El estallido de la crisis: diciembre de 1994 .....  | 148        |
| 5.1.       | Los errores de diciembre .....  | 148        |
| 5.2.       | Los efectos de la crisis, el rescate internacional y la<br>recuperación .....             | 149        |
| 6.         | Lecciones de la crisis mexicana .....   | 153        |
| <b>V.</b>  | <b>La crisis asiática I: antecedentes, causas y desarrollo<br/>de la crisis .....</b>     | <b>157</b> |
| 1.         | Introducción .....  | 157        |
| 2.         | El modelo de Asia Oriental .....  | 158        |
| 3.         | ¿En qué consistió la crisis? .....  | 166        |
| 3.1.       | Cronología de la crisis financiera .....  | 173        |
| 4.         | Las causas de la crisis .....   | 175        |
| 4.1.       | El influjo de capitales .....   | 177        |
| 4.2.       | Déficit en cuenta corriente y apreciación cambiaria .....                                 | 180        |
| 4.3.       | Debilidades y fragilidades en el sistema financiero .....                                 | 184        |
| 4.4.       | Debilidades en el manejo corporativo ( <i>Corporate<br/>Governance</i> ) .....            | 189        |
| 4.5.       | La liberalización financiera .....  | 195        |
| 4.5.1.     | Tailandia .....   | 196        |
| 4.5.2.     | Malasia .....   | 199        |
| 4.5.3.     | Indonesia .....   | 202        |
| 4.5.4.     | Corea .....   | 205        |
| 4.5.5.     | Filipinas .....   | 209        |
| 4.6.       | El sistema cambiario .....  | 211        |
| 4.7.       | Contagio .....  | 213        |

|  |     |
|--|-----|
| 4.8. El papel de Japón .....                       | 213 |
| 4.9. Las economías no afectadas .....              | 214 |
| 5. Síntesis de las causas: hacia un consenso ..... | 217 |

## **VI. La crisis asiática II: el manejo de la crisis y los impactos**

|   |     |
|---|-----|
| <b>sociales</b> .....   | 221 |
| 1. El manejo de la crisis y el FMI .....  | 221 |
| 1.1. La visión del FMI y la evolución de los programas .....  | 222 |
| 1.1.1. Tailandia .....  | 224 |
| 1.1.2. Indonesia .....  | 225 |
| 1.1.3. Corea .....  | 226 |
| 1.2. Las críticas a los programas del FMI .....   | 227 |
| 1.2.1. Las políticas monetarias contractivas y las altas<br>tasas de interés magnificaron la contracción de los<br>niveles de actividad ..... | 227 |
| 1.2.2. El ajuste fiscal fue innecesario .....   | 229 |
| 1.2.3. El cierre de bancos insolventes precipitó una<br>corrida bancaria .....  | 230 |
| 1.2.4. Los programas de rescate del FMI y el riesgo<br>moral .....  | 230 |
| 1.3. Malasia: ¿el escenario contrafactual? .....  | 231 |
| 1.4. El papel del FMI: hacia una síntesis .....   | 237 |
| 2. La reestructuración financiera y corporativa .....   | 240 |
| 3. La recuperación de la crisis .....   | 250 |
| 3.1. Tailandia .....  | 251 |
| 3.2. Malasia .....  | 253 |
| 3.3. Indonesia .....  | 255 |
| 3.4. Corea .....  | 257 |
| 4. Los impactos sociales de la crisis .....   | 259 |
| 4.1. Evolución de los indicadores sociales .....  | 262 |
| 4.2. El mercado laboral .....   | 263 |
| 4.3. Desarrollo humano .....  | 265 |

## **VII. Los siguientes actores: Rusia y Brasil** .....

|   |     |
|---|-----|
| 1. La crisis rusa .....                                 | 267 |
| 1.1. Introducción .....                                 | 267 |
| 1.2. Los elementos de la crisis .....                   | 269 |
| 1.3. La desmonetización de la economía rusa .....       | 270 |
| 1.4. La situación fiscal: ¿la clave de la crisis? ..... | 272 |

|  |     |
|--|-----|
| 1.5. El sistema financiero .....                                     | 274 |
| 1.6. Aspectos monetarios y cambiarios .....                          | 275 |
| 1.7. El estallido de la crisis .....                                 | 276 |
| 1.8. Hacia una síntesis de la crisis rusa .....                      | 279 |
| 2. La crisis de Brasil .....   | 282 |
| 2.1. Introducción .....  | 282 |
| 2.2. El Plan Real: antecedentes e implementación .....               | 284 |
| 2.3. El problema fiscal .....  | 288 |
| 2.4. El sector externo .....   | 293 |
| 2.5. El contagio de la crisis rusa y el estallido de la crisis ..... | 295 |
| 2.6. El manejo posterior a la crisis .....                           | 296 |
| 2.7. Lecciones de la crisis e impactos .....                         | 298 |

## **VIII. El impacto de las crisis financieras internacionales en**

|   |     |
|---|-----|
| <b>América Latina</b> .....   | 301 |
| 1. El ingreso de capitales hacia América Latina .....                     | 301 |
| 2. El mercado internacional de bonos para América Latina .....            | 303 |
| 3. El riesgo país y la desaceleración productiva 1998-1999 .....          | 305 |
| 4. El Impacto de la crisis asiática .....                                 | 309 |
| 4.1. El canal comercial .....   | 311 |
| 4.2. El canal financiero .....  | 314 |
| 5. El impacto de la crisis rusa .....                                     | 316 |
| 6. ¿De qué depende la evolución del riesgo país? .....                    | 319 |
| 7. Crisis y sistema bancario en el Perú .....                             | 321 |
| 8. Las reformas de segunda generación y la inseguridad<br>económica ..... | 324 |
| 8.1. El trauma de la década de 1980 .....                                 | 327 |
| 8.2. Inestabilidad de los sistemas financieros .....                      | 328 |
| 9. Conclusiones .....   | 331 |

## **IX. Hacia una reforma de la arquitectura financiera internacional**

|   |     |
|---|-----|
| <b>I. Temas, propuestas y papel del FMI</b> .....                                 | 333 |
| 1. Introducción: los temas en debate .....  | 333 |
| 2. El actual sistema monetario internacional: lo que se busca<br>reformular ..... | 339 |
| 3. Las propuestas de reforma de la arquitectura financiera<br>internacional ..... | 341 |
| 3.1. Mejoras en la provisión y transparencia de la<br>información .....           | 343 |

|   |     |
|---|-----|
| 3.2. Fortalecimiento de las regulaciones .....                              | 346 |
| 3.3. La provisión de liquidez oficial en tiempos de crisis .....            | 352 |
| 3.4. La involucración del sector privado .....                              | 354 |
| 4. El papel del FMI: hacia una redefinición .....                           | 360 |
| 4.1. Vigilancia y condicionalidad .....                                     | 362 |
| 4.2. El FMI ante la crisis asiática .....                                   | 367 |
| 4.3. El papel de prestamista de última instancia y el riesgo<br>moral ..... | 370 |
| 4.4. Una propuesta extrema: la abolición del FMI .....                      | 382 |
| 5. Conclusiones: ¿y América Latina? .....                                   | 384 |

## **X. Hacia una reforma de la arquitectura financiera internacional**

|  |            |
|--|------------|
| <b>II. La elección del régimen cambiario óptimo .....</b>                                    | <b>393</b> |
| 1. Introducción y motivación .....   | 393        |
| 2. Los sistemas cambiarios .....   | 396        |
| 3. Entre los sistemas cambiarios fijos y flexibles: algunas<br>precisiones .....             | 399        |
| 4. ¿Cómo aparece el “nuevo consenso”? .....  | 403        |
| 5. Primera solución extrema: la adopción de un sistema<br>cambiario flotante .....           | 413        |
| 6. Segunda solución extrema: la junta de convertibilidad<br>( <i>Currency Boards</i> ) ..... | 418        |
| 6.1. Aspectos conceptuales .....   | 418        |
| 6.2. Elementos de una junta de convertibilidad .....   | 421        |
| 6.3. Prerrequisitos de una junta de convertibilidad .....                                    | 425        |
| 6.4. El caso de Bulgaria (1997) .....  | 426        |
| 6.5. La junta de convertibilidad argentina (1991) .....                                      | 428        |
| 6.5.1. Antecedentes .....  | 428        |
| 6.5.2. La estabilización y la junta de convertibilidad ....                                  | 432        |
| 6.5.3. El plan de convertibilidad y el Efecto Tequila ....                                   | 437        |
| 6.5.4. El plan de convertibilidad entre 1997 y 2000 ....                                     | 442        |
| 7. Tercera solución extrema: la dolarización oficial .....                                   | 447        |
| 7.1. Introducción .....  | 447        |
| 7.2. Aspectos conceptuales .....   | 449        |
| 7.2.1. Dolarización extraoficial o espontánea .....  | 449        |
| 7.2.2. Dolarización oficial o plena .....  | 451        |
| 7.3. Costos y beneficios del país dolarizado .....   | 453        |
| 7.4. Precondiciones para la dolarización: ¿candidatos a la<br>dolarización oficial? .....    | 457        |

|  |            |
|--|------------|
| 7.5. ¿Cómo se implementa la dolarización si un país<br>ya decidió dolarizar? ..... | 460        |
| 7.5.1. La dolarización oficial en Ecuador (2000) .....                             | 464        |
| 7.5.2. La dolarización oficial en Panamá (1904) .....                              | 466        |
| 7.5.2.1. Dolarización e integración financiera:<br>antecedentes históricos .....   | 466        |
| 7.5.2.2. El comportamiento macroeconómico<br>de Panamá .....                       | 470        |
| 7.5.2.3. Panamá frente a las crisis .....  | 473        |
| 8. Conclusiones: ¿debe el Perú adoptar un régimen de<br>fijación dura? .....       | 477        |
| <b>Conclusiones: las lecciones aprendidas .....</b>                                | <b>485</b> |
| <b>Bibliografía .....</b>  | <b>491</b> |



## Índice de cuadros

|  |     |
|--|-----|
| Cuadro 1.1. Brechas macroeconómicas 2001-2003 .....  | 36  |
| Cuadro 2.1. Flujos netos de capital hacia las economías emergentes                             | 51  |
| Cuadro 2.2. Flujos netos de capitales privados a las economías emergentes, por regiones .....  | 52  |
| Cuadro 2.3. Flujos netos de capitales oficiales a las economías emergentes, por regiones ..... | 52  |
| Cuadro 2.4. Flujos netos de capital privado por regiones y tipo de inversión .....             | 54  |
| Cuadro 2.5. América Latina y el Caribe: afluencia neta de capital .                            | 56  |
| Cuadro 2.6. América Latina y el Caribe: composición de los ingresos netos de capital .....     | 57  |
| Cuadro 2.7. Perú: cuenta financiera del sector privado .....                                   | 60  |
| Cuadro 2.8. Regímenes cambiarios en la región andina .....                                     | 86  |
| Cuadro 3.0. Perú: índice del tipo de cambio real (informal venta) ..                           | 109 |
| Cuadro 3.1. Modelos de primera y segunda generación .....                                      | 116 |
| Cuadro 4.1. México: indicadores económicos 1990-1999 .....                                     | 137 |
| Cuadro 4.2. Balanza de pagos 1988-1993 .....   | 138 |
| Cuadro 4.3. Composición porcentual del ingreso de capitales 1990-1993 .....                    | 139 |
| Cuadro 4.4. Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos .....                           | 140 |
| Cuadro 4.5. Evolución del tipo de cambio real (1990=100) y nominal (pesos por dólar) .....     | 141 |
| Cuadro 4.6. Balanza de capitales: evolución trimestral 1994 .....                              | 147 |
| Cuadro 4.7. Oferta y demanda global 1995-1998 .....  | 152 |
| Cuadro 5.1. América Latina y Asia: tasas de crecimiento promedio del PBI .....                 | 159 |
| Cuadro 5.2. América Latina y Asia: inversión interna como porcentaje del PBI .....             | 160 |
| Cuadro 5.3. América Latina y Asia: ahorro interno como porcentaje del PBI .....                | 160 |
| Cuadro 5.4. América Latina y Asia: tasas de inflación .....                                    | 161 |
| Cuadro 5.5. América Latina y Asia: brecha externa .....  | 162 |
| Cuadro 5.6. América Latina y Asia: déficit fiscal .....  | 162 |
| Cuadro 5.7. Participación del quintil más pobre y del quintil más rico                         | 163 |



|  |     |
|--|-----|
| Cuadro 5.8. Tasas de crecimiento del PBI .....   | 167 |
| Cuadro 5.9. Indicadores económicos: economías afectadas y no afectadas .....                       | 168 |
| Cuadro 5.10. Financiamiento externo: países afectados .....  | 169 |
| Cuadro 5.11. Bancos extranjeros: movimiento de capitales .....                                     | 171 |
| Cuadro 5.12. Préstamos bancarios por país de origen .....  | 172 |
| Cuadro 5.13. Tasas de crecimiento anual de la inversión .....                                      | 180 |
| Cuadro 5.14. Tasa de crecimiento anual de las exportaciones .....                                  | 183 |
| Cuadro 5.15. Tasa de crecimiento anual de las importaciones .....                                  | 184 |
| Cuadro 5.16. Ratio deuda externa de corto plazo / reservas internacionales .....                   | 188 |
| Cuadro 5.17. Grado de concentración de la propiedad .....  | 192 |
| Cuadro 5.18. Ratios deuda/acciones en los sectores corporativos 1990-1997 .....                    | 193 |
| Cuadro 5.19. Distribución de la deuda en 1996 .....  | 194 |
| Cuadro 5.20. Composición de los flujos privados netos, 1987-1999 .....                             | 197 |
| Cuadro 5.21. Ingreso neto de capitales 1986-1997 .....   | 201 |
| Cuadro 5.22. Deuda a la banca privada externa .....  | 203 |
| Cuadro 5.23. Deuda externa 1992-1997 .....   | 207 |
| Cuadro 5.24. Patrón de financiamiento de los 30 <i>chaebols</i> más grandes .....                  | 207 |
| Cuadro 5.25. Variables económicas claves: algunas economías asiáticas .....                        | 216 |
| Cuadro 6.1. Liquidez provista a las instituciones financieras, junio 1997 - junio 1999 .....       | 246 |
| Cuadro 6.2. Fusiones, cierres e intervenciones estatales en las instituciones financieras .....    | 249 |
| Cuadro 6.3. Tailandia 1998-2000: algunos indicadores .....   | 251 |
| Cuadro 6.4. Malasia: indicadores macroeconómicos 1998-2000 ...                                     | 253 |
| Cuadro 6.5. Indonesia: indicadores macroeconómicos 1998-2000 .....                                 | 255 |
| Cuadro 6.6. Corea: indicadores macroeconómicos 1998-2000 .....                                     | 258 |
| Cuadro 6.7. Pobreza en Asia Oriental 1975-1995 .....   | 260 |
| Cuadro 6.8. Asia Oriental: otros indicadores sociales 1970-1995 .....                              | 260 |
| Cuadro 6.9. Características del empleo, 1996 .....   | 264 |
| Cuadro 7.1. Rusia: algunos indicadores 1993-1999 .....   | 269 |
| Cuadro 7.2. Tipos de pagos en grandes firmas y monopolios naturales por rama industrial 1998 ..... | 271 |
| Cuadro 7.3. Evolución de los no pagos 1994-1998 .....  | 272 |
| Cuadro 7.4. Disminución de importaciones agosto-setiembre 1998 .....                               | 278 |

|  |     |
|--|-----|
| Cuadro 7.5. Brasil: indicadores macroeconómicos .....  | 284 |
| Cuadro 7.6. Situación fiscal (% del PBI) .....   | 289 |
| Cuadro 7.7. Deuda pública y privada 1995-1999 .....  | 290 |
| Cuadro 7.8. Deuda interna neta del sector público .....                                      | 291 |
| Cuadro 7.9. Deuda pública externa por tipo de acreedor .....                                 | 291 |
| Cuadro 7.10. Deuda en bonos emitidos por el Gobierno Federal ..                              | 292 |
| Cuadro 7.11. Balanza de pagos .....  | 293 |
| Cuadro 7.12. Movimientos de capitales .....  | 294 |
| Cuadro 8.1. América Latina: acuerdos Brady con la banca privada<br>internacional .....       | 304 |
| Cuadro 8.2. América Latina: tasas de crecimiento del PBI 1993-<br>2000 .....                 | 306 |
| Cuadro 8.3. Primas de riesgo: países seleccionados .....                                     | 308 |
| Cuadro 8.4. Perú: tasas de crecimiento del PBI trimestral 1997-<br>2000 .....                | 310 |
| Cuadro 8.5. Perú: tasas de crecimiento trimestral de la inversión<br>privada 1998-2000 ..... | 311 |
| Cuadro 8.6. Precios internacionales de productos mineros .....                               | 312 |
| Cuadro 8.7. Perú: evolución de los volúmenes exportados 1995-<br>1998 .....                  | 312 |
| Cuadro 8.8. Perú: balanza comercial y balanza en cuenta corriente                            | 313 |
| Cuadro 8.9. América Latina: tasas de crecimiento de las exporta-<br>ciones .....             | 313 |
| Cuadro 8.10. Reservas internacionales .....  | 315 |
| Cuadro 8.11. Contagio y riesgo previo .....  | 317 |
| Cuadro 8.12. Tasas activas y pasivas en dólares .....  | 322 |
| Cuadro 8.13. Perú: intermediación bancaria 1998-2000 .....                                   | 323 |
| Cuadro 8.14. Participación extranjera en el sistema bancario: di-<br>ciembre 2000 .....      | 323 |
| Cuadro 9.1. Códigos y estándares .....   | 351 |
| Cuadro 10.1. Fijaciones duras y tipos de cambio flexibles .....                              | 395 |
| Cuadro 10.2. Reservas, tipos de cambio y tasas de interés: mayo<br>1997-octubre 1998 .....   | 412 |
| Cuadro 10.3. Comparación entre la junta de convertibilidad y el<br>banco central .....       | 423 |
| Cuadro 10.4. Bulgaria: antes y después de la caja de conversión ..                           | 427 |
| Cuadro 10.5. Argentina: inflación 1950-1990 (promedio anual) ....                            | 429 |
| Cuadro 10.6. Argentina: indicadores macroeconómicos 1991-<br>2000 .....                      | 436 |

Cuadro 10.7. Intercambio comercial entre Brasil y Argentina ..... 442  
Cuadro 10.8. Impactos sobre Argentina de los choques externos ... 443  
Cuadro 10.9. Ecuador: indicadores macroeconómicos ..... 465  
Cuadro 10.10. Panamá: indicadores macroeconómicos ..... 475  
Cuadro 10.11. Perú: algunos indicadores macroeconómicos 1998-  
2000 ..... 480  
Cuadro 10.12. Brecha fiscal y fuentes de financiamiento ..... 482  
Cuadro 10.13. Deuda pública externa por fuente financiera ..... 483  
Cuadro 10.14. Servicio de la deuda pública externa ..... 483

## **Introducción**

Durante la última década del siglo XX, la economía mundial atravesó por una etapa de turbulencia financiera, que originó un conjunto negativo de impactos, no solo en el campo económico, sino también en el social y en el político. A la crisis mexicana de 1994, siguió la crisis de Asia Oriental, que estalló en Tailandia en julio de 1997, para luego extenderse a Malasia, Indonesia, Filipinas y la República de Corea del Sur (en adelante Corea). En 1998 la crisis afectó a Rusia, quien declaró en agosto de ese año una moratoria de su deuda externa. A partir de ese momento, la inestabilidad económica y financiera adquirió una dimensión global, pues amplificó sus efectos a América Latina y, en general, a las economías emergentes. En enero de 1999, Brasil fue el siguiente afectado. En el año 2000, Ecuador y Argentina enfrentaron problemas similares. En general, las crisis han estado relacionadas con los cambios de dirección de los flujos privados de capital y han generado una profusa literatura al respecto. Existen diversos diagnósticos y, por ende, propuestas de soluciones.

Desde luego, unas economías sufrieron más que otras, pero ninguna escapó a los embates de la crisis económica mundial. La analogía con un virus, que contagió a economías tan distantes unas de otras y respecto del cual la medicina tradicional parece aún no encontrar respuesta, fue una de las motivaciones para escribir este libro. La confusión, resumida en el hecho de **no saber qué hacer**, ha desafiado el conocimiento económico convencional. Se ha convertido en una cuestión común leer a diario noticias que aluden a protestas y situaciones de desesperanza con respecto al futuro, de habitantes de países tan disímiles como Turquía, Ecuador, Argentina o Corea, por mencionar algunos.

Existen algunos hechos objetivos que antecedieron a este período de confusión y turbulencia; sin embargo, **debe procederse con cautela en cuanto a las soluciones, más aun si no existe consenso en el diagnóstico**. En primer lugar, desde inicios de la década de 1990, la mayoría de economías del mundo ingresó a un período de globalización financiera e implementó una serie de reformas a favor del libre mercado. La apertura de las economías y los avances tecnológicos incrementaron la interdependencia de los mercados, que trascendieron las fronteras nacionales. Los márgenes de maniobra de las autoridades económicas de un país se han reducido, de modo que el entorno internacional ha adquirido una relevan-

cia insospechada hace una década. En los últimos años, lo que ocurre en Sudáfrica o Turquía impacta en Argentina o Perú.

En segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, los flujos privados netos de capital que circulan por el mundo experimentaron un crecimiento explosivo. En los países en desarrollo, la inversión extranjera directa aumentó de US\$ 4,6 mil millones como promedio anual para el período 1973-78, a US\$ 87,2 mil millones entre 1993-96. La inversión en portafolio creció de US\$ -4,2 mil millones a US\$ 76,7 mil millones entre los mismos períodos (Eichengreen 2000: 4). La libre movilidad de capitales, es decir, la supresión de barreras al tránsito de los mismos, posibilitó el aumento descrito.

Este hecho tiene beneficios, pero al mismo tiempo plantea desafíos para los países receptores del capital. Por el ámbito de los beneficios, basta mencionar dos. Por un lado, para poder crecer (requisito básico para reducir la pobreza), los países necesitan invertir. Los fondos de inversión provienen del ahorro; ahora bien, existe un conjunto de países, entre los cuales se encuentra el Perú, que se caracteriza por tener bajos niveles de ahorro interno; el ingreso de capitales permite complementar el ahorro interno y alcanzar mayores tasas de inversión y, por ende, de crecimiento. De ahí que no sea extraño, que los períodos de mayor crecimiento hayan coincidido con etapas de mayor entrada de capitales e inversión. Por otro lado, el ingreso de capitales posibilita una transferencia de tecnología y conocimiento, que son la fuente del progreso de la humanidad.

No obstante, también existe una serie de desafíos. En primer lugar, surgen complicaciones macroeconómicas. En segundo lugar, algunos capitales son más volátiles que otros y susceptibles a rumores; este es el caso de la inversión en portafolio. Los inversionistas tienden a comportarse en masa y pueden salir de una economía, así esta presente fundamentos económicos sólidos. **El riesgo de mercado, materializado en una posibilidad real o aparente de una eventual cesación externa de pagos, sea pública o privada, ha estado en el centro de las crisis, pues esa percepción (equivocada o no) origina la salida de capitales.**

Parece que la clave está en manejar la globalización, pues los períodos de prosperidad están asociados al ingreso de capitales, y lo opuesto ocurre ante una salida de los mismos. De ahí que haya que insistir en la cautela. **El optimismo excesivo en las etapas de auge es tan negativo como el pesimismo exagerado en el período de caída.** Debe comprenderse que el comportamiento de las economías es cíclico. Desde luego, todos somos generales después de la batalla; el principal desafío

para los investigadores sociales es aprender de la historia, con el objetivo de no cometer los mismos errores en el futuro. De ahí que, a lo largo de este libro, se aluda al caso peruano; la idea es que el lector compruebe que el desenvolvimiento de la economía peruana no ha estado aislado de los vaivenes de la economía mundial.

Una parte importante de la población mundial ha relacionado las crisis con la globalización y con el libre mercado. Por eso no es casual que se haya producido una serie de movilizaciones contrarias al proceso de globalización, que parece ser irreversible. En noviembre de 1999, más de 50 mil activistas, provenientes de todo el mundo, se concentraron en la ciudad de Seattle, durante la denominada Ronda del Milenio de la Organización Mundial del Comercio, con el objetivo de manifestarse en contra de la globalización económica. En junio de 2001, en una reunión del Grupo de los Ocho (G7 más Rusia) llevada a cabo en Génova, las protestas cobraron su primera víctima. La globalización -que parece no ser inclusiva para amplios segmentos poblacionales, tanto de países desarrollados como aquellos en desarrollo- ha convertido el desempleo y las tensiones sociales en las piedras angulares de una serie de movimientos que cuestionan el orden económico internacional.

Estas son las motivaciones que llevaron a iniciar una investigación en torno de lo sucedido con la economía mundial en la década de 1990. Los cambios ocurridos en el ámbito mundial se expresaron no solo en las crisis financieras, sino en la interrupción de la tendencia hacia la reducción de la pobreza. En el Perú, la pobreza extrema se había reducido a 14,7% en 1997, pero se mantuvo en el mismo nivel hacia el 2000. Se volvió a demostrar así la interrelación entre lo económico y lo social. Sin crecimiento no hay reducción de pobreza.

El libro está organizado en diez capítulos, además de esta introducción. Los tres primeros contienen aspectos conceptuales, que son básicos para revisar las experiencias concretas de varios países en los capítulos posteriores. Se ha intentado plantear las ideas de una manera accesible a aquellos sin formación en economía y se ha incluido una serie de aspectos de diversas economías del mundo, en especial la peruana, con el objetivo de facilitar, mediante ejemplos, el complejo lenguaje usado por los economistas.

En el capítulo primero se presenta la forma como se analiza una economía en cualquier momento del tiempo. Para ello, se definen una serie de términos, como el Producto Bruto Interno (PBI), la inflación y la brecha externa, que son los indicadores básicos para diagnosticar **cómo está una economía**. Luego, se plantean las relaciones macroeconómicas en una

economía abierta. A partir de lo anterior, se introduce al lector al concepto de las crisis externas, dentro del contexto de una economía globalizada. Se concluye con algunas precisiones con respecto a la sostenibilidad de la brecha externa. En términos simples, un país tiene una brecha externa cuando salen más dólares que los que entran. La diferencia es financiada por el ingreso de capitales; por eso, el tipo de capitales, la forma como ingresan y el uso de los mismos es útil para evaluar hasta qué punto es positivo o negativo mantener una brecha externa.

En el capítulo dos se introduce el sistema financiero. Por un lado, se presenta la información del ingreso de capitales a las economías emergentes. Por otro, se analiza en detalle el funcionamiento de los mercados financieros, con énfasis en los problemas de información asimétrica que presentan. Se plantean los riesgos de la globalización financiera, así como las opciones de minimización de tales riesgos, dentro de las cuales se analizan los controles de capitales.

En el capítulo tres se definen las crisis financieras, distinguiéndolas de las cambiarias y fiscales. Se rastrean los orígenes de las mismas y los diversos modelos que buscan explicarlas. En el mismo sentido, se introduce el tema del contagio financiero, así como la interacción entre los distintos tipos de crisis. La dificultad del análisis radica en que las crisis cambiarias y bancarias se han presentado de manera conjunta, fenómeno denominado “crisis gemelas” por Kaminsky y Reinhart (1998). El capítulo finaliza con un análisis de las posibilidades reales de predicción de una crisis.

Los siguientes cuatro capítulos están dedicados al análisis de experiencias concretas. En el capítulo cuatro se analiza la crisis mexicana de 1994, mientras que en los capítulos cinco y seis se estudia la crisis de Asia Oriental. En el capítulo siete se estudian las crisis de Rusia y Brasil. En todos los casos mencionados, se presentan los antecedentes, hechos, explicaciones e impactos sociales de cada episodio.

El capítulo ocho revisa el impacto de la turbulencia financiera internacional en América Latina. Esta se vio afectada por dos canales: el comercial, que fue más notorio a raíz de la crisis de Asia Oriental, y el financiero, que afectó a la región a partir de la crisis rusa, en el tercer trimestre de 1998. En este capítulo se define la noción de riesgo país, que parece ser la guía de los inversionistas internacionales para decidir dónde colocar sus fondos. Una elevación del riesgo país se refleja en una menor entrada de capitales; de ahí que los países desarrollen diversos esfuerzos para reducirlo, en un intento de estabilizar el flujo de capitales. Los flujos privados de capital, determinados por el comportamiento de los inversionistas internacionales,

han convertido a estos últimos en una especie de jueces del desenvolvimiento de una economía.

Los capítulos nueve y diez se refieren a la reforma de la arquitectura financiera internacional, expresión que alude al conjunto de reglas e instituciones que norman el funcionamiento del orden económico internacional. En el primero de ellos, se analizan las diversas propuestas así como el papel del FMI, eje del actual sistema monetario internacional. El capítulo diez trata sobre la elección del régimen cambiario óptimo. La idea de la búsqueda de un arreglo cambiario que minimice la probabilidad de una crisis se ha concentrado en la recomendación de que los países deben optar por una de dos alternativas: o adoptan un sistema cambiario flexible u optan por un régimen de fijación dura (junta de convertibilidad o dolarización oficial). Por esa razón se analizan las ventajas y desventajas de estos sistemas, así como los denominados regímenes cambiarios intermedios. En este capítulo se revisan cuatro experiencias: los casos de Argentina (1991) y Bulgaria (1997) se estudian como ejemplos de países con juntas de convertibilidad; por otro lado, Panamá (1904) y Ecuador (2000) optaron por la dolarización oficial de sus economías. Después de todo, si no existe tipo de cambio, tampoco pueden ocurrir ataques especulativos, que fueron los que originaron las crisis cambiarias. El caso panameño es ilustrativo, pues es el único país dolarizado con tiempo suficiente como para extraer conclusiones y por ello es usado como marco de referencia cuando se piensa en la dolarización oficial. Sin embargo, se cuestiona si los logros de la economía panameña se deben a la dolarización o al grado de integración financiera del país con el exterior, asunto que tiene raíces históricas.

El régimen cambiario es un elemento del conjunto de políticas adecuadas; pensar que la opción de un nuevo sistema cambiario, de manera aislada, va a solucionar las dificultades carece de sentido. Si este no se enmarca dentro de un conjunto de reformas estructurales en otros ámbitos, como la reforma del Estado, el remedio puede ser peor que la enfermedad. El capítulo concluye con un análisis del caso peruano y la viabilidad de implementar un esquema de dolarización oficial.

El libro finaliza con conclusiones, dentro de las cuales, y a partir de la investigación realizada, se incluyen las lecciones aprendidas. **Las crisis han mostrado qué es lo que no se debe hacer en una economía globalizada; sin embargo, con respecto a lo que se debe hacer, aún falta mucho camino por recorrer.**

Por último, solo resta agradecer al Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, así como a su Comité Editorial por las facilidades



otorgadas para la investigación y publicación del libro que el lector tiene en sus manos. Los errores son de responsabilidad exclusiva del autor.

# I

## ***El entorno macroeconómico en una economía abierta: algunas precisiones conceptuales***

### ***1. El análisis de la evolución de una economía***

El análisis de las crisis financieras internacionales ocurridas en la década de 1990, es necesario para comprender, no solo la evolución de la economía mundial en el último quinquenio del siglo XX, sino también para evaluar los impactos presentes y futuros que estas tuvieron en otras economías emergentes<sup>1</sup>. Si bien no todas han sido consideradas por la literatura económica como **economías que hicieron crisis**, son innegables sus efectos contractivos en los niveles de actividad económica y el empleo, así como sus repercusiones negativas en los campos sociales y políticos<sup>2</sup>.

Una adecuada comprensión de las crisis requiere del manejo de varios conceptos relacionados con la macroeconomía de una economía abierta, como una condición previa para realizar juicios de valor con respecto a las causas de las mismas. Con la finalidad de proporcionar al lector un marco general que posibilite dimensionar el problema de las crisis, conviene mencionar que, en un nivel general, la evolución de cualquier economía puede analizarse a partir del seguimiento de tres indicadores macroeconómicos: la evolución del Producto Bruto Interno (PBI), la inflación y la balanza de pagos. En los tres casos, existe un comportamiento **deseable** de los mismos, que puede diferir de **lo que efectivamente ocurre con ellos**.

Las tendencias de los tres indicadores mencionados son el resultado de dos fuerzas que interactúan entre sí: **la política económica interna de cada país** y **los choques exógenos**, definidos estos últimos como

1 La noción de **economía emergente** está vinculada con aquellas economías que tienen acceso al mercado internacional de capitales.

2 Cualquier revisión bibliográfica con respecto de las crisis financieras internacionales de la década de 1990 se refiere a los casos de México (1994), Asia Oriental (1997), Rusia (1998) y Brasil (1999). Sin embargo, estos episodios impactaron de manera negativa en el resto de economías emergentes a través de un efecto denominado contagio, entre otros factores. De ahí que resulte difícil la tarea de diferenciar el primer grupo del segundo, por lo que la expresión “crisis en el mundo emergente” se aproxima mejor a la realidad.

eventos que están fuera del control de los diseñadores de la política económica. Ejemplos de estos últimos son el fenómeno de El Niño, la variación de los precios internacionales de las materias primas y el impacto de las crisis financieras internacionales. Cuanto más cerrada sea una economía, mayor relevancia tendrá la política económica interna, pero en la realidad actual aquello solo es una ficción. La interdependencia cada vez mayor de las economías, en un mundo cada vez más globalizado, ha llevado a que los choques exógenos adquieran particular relevancia, sin que ello signifique dejar de lado un manejo adecuado de las políticas económicas internas. Sin embargo, parece que cada vez es menor lo que se puede hacer **desde dentro**, pues los impactos de lo que ocurre en el exterior, desestabilizan las economías en tal magnitud, que obliga a ajustes, que de otro modo no hubieran tenido que realizarse (como las políticas de enfriamiento de la economía peruana de 1996). En estos tiempos hay que preocuparse más de los fenómenos que ocurren fuera de las economías. Esto se comprobará a lo largo de este libro.

En la medida de que todo sistema económico tiene como fin último elevar el bienestar de los habitantes de un país, lo que conecta a los tres indicadores con el bienestar es **la tendencia del empleo y de los programas sociales**. Por lo tanto, la necesidad de mantener un crecimiento económico alto y estable, una inflación baja y unas cuentas externas en equilibrio (o por lo menos, cercanas a él) no son un fin en sí mismo, sino un medio para lograr aumentos sostenidos en los niveles de bienestar.

La comprensión de este marco general permite tener una visión global de lo que ocurre dentro de una economía en algún momento del tiempo, sin dejar de lado que la economía no evoluciona en el vacío, sino que también impactan aspectos institucionales, políticos, históricos, geográficos, culturales e internacionales.

## ***2. Globalización y crisis externas: los hechos estilizados***

### **2.1. Globalización: ¿amenaza u oportunidad?**

Las crisis externas de la década de 1990 han ocurrido al interior de un proceso denominado globalización. A pesar de que muchos escriben sobre la globalización, este término significa distintas cosas para diferentes personas. Algunos la ven como un proceso que es beneficioso, inevitable e irreversible. Otros le tienen temor, pues sostienen que aumenta la desigualdad

dentro y entre las naciones, eleva el desempleo y obstaculiza el progreso social. En términos amplios, la **globalización** significa lo siguiente:

- Incremento de las transacciones internacionales en el mercado de bienes, servicios y algunos factores de producción. Esto implica una **mayor integración** de las economías, de modo que el mundo se comporte como si fuera parte de un único mercado global.
- Visión extendida de muchas instituciones, que trasciende las fronteras nacionales, como es el caso de empresas, gobiernos, instituciones internacionales y organizaciones no gubernamentales (ONG). De ahí que incluya, además del crecimiento del comercio internacional, la expansión de la inversión extranjera directa (IED)<sup>3</sup> y las corporaciones multinacionales, la integración del mercado mundial de capitales, el alcance extraterritorial de las políticas del gobierno, una mayor atención de las ONG en problemas que se extienden por todo el mundo y las restricciones en las políticas de gobierno respecto de lo que pueden hacer, pues sus decisiones dependen cada vez más de lo que ocurra en el entorno internacional.

Por eso se ha incrementado la sensación en muchas personas de que sus vidas y opciones económicas no están determinadas por ellas mismas ni por sus gobiernos, sino por fuerzas externas sobre las cuales no tienen control. En ese sentido, la globalización está redefiniendo el papel del Estado-nación como un manejador efectivo de la economía nacional (Boyer y Drache 1996)<sup>4</sup>. En adición a lo anterior, la globalización no solo es económica, sino también cultural. Las personas tienden a imitar comportamientos de individuos de otros países, con el riesgo de que el modelo del **deber ser** lleve a que se pierda autenticidad, produciéndose una transferencia de actitudes, muchas veces ajena a nuestras realidades.

Sin embargo, esta ola de globalización no es la primera. En muchas formas, la economía mundial alcanzó su pico de globalización antes de la Primera Guerra Mundial, cuando el comercio y la IED alcanzaron niveles sin precedentes, dada la tecnología y disponibilidad de transportes y comunicaciones disponibles en esa época. No obstante, la actual ola de

3 La inversión extranjera directa se define como aquel tipo de inversión productiva realizada por agentes económicos externos, en oposición a la especulativa. Mientras que la primera es más estable por el compromiso de largo plazo que lleva inmersa, la segunda es de más rápida reversión. De ahí la deseabilidad de la primera sobre la segunda.

4 También se sugiere revisar Schuldt (1998a).

globalización ha sobrepasado con creces a la anterior. La tasa exportaciones/PBI, que puede usarse como un indicador del incremento del comercio internacional, se multiplicó por tres entre 1950 y 1998. En el mismo sentido, la IED creció 59% entre 1960 y 1995. En consecuencia, está claro que en la segunda mitad del siglo XX, tanto el comercio internacional como los flujos internacionales de capital se incrementaron de manera notable y este proceso es aquel al que muchos autores denominan globalización (Deardoff y Stein 2000).

¿Qué ha originado estos cambios en la economía mundial? Existen básicamente dos causas: por un lado, **el avance tecnológico** y, por otro, **los cambios en las políticas económicas**. Las mejoras tecnológicas en el transporte y la comunicación han aumentado la globalización de los mercados, tendencia que se incrementa cada día más con el uso del internet. Las políticas económicas también han cambiado, pues las economías cada vez son más abiertas. Ambas tendencias han sido muy claras después de la Segunda Guerra Mundial, pero han aumentado en importancia en la última década.

Entonces, ¿toda la globalización significa mayor comercio y flujos de capitales originados en las mejoras tecnológicas y en la apertura de las economías? No; al mismo tiempo existen otros aspectos de la vida económica que también se han globalizado. Los gobiernos están cada vez más preocupados por las políticas que llevan a cabo otros gobiernos, pues estas afectan al mismo flujo internacional de bienes y de capitales. Las ONG cada vez ven más allá de las fronteras de sus países, algunas veces porque los problemas que enfrentan son de naturaleza global y otras porque consideran que su papel tiene importancia mundial (por ejemplo, la defensa de los derechos humanos). A través de la IED, las corporaciones no solo operan más allá de las fronteras nacionales, sino que han crecido en tal magnitud, que logran influir sobre los gobiernos nacionales; si uno de ellos les pone algún tipo de restricción, simplemente buscan otro país. Esta necesidad de mantener atractivo al país plantea una amenaza, pues cualquier coyuntura negativa interna puede hacer que los capitales huyan en manada. Otros autores sostienen que este hecho, por el contrario, obliga a los países a actuar en forma disciplinada, con reglas de juego estables, de modo que no se salga del concierto mundial.

## 2.2. Las crisis externas: una introducción

El crecimiento económico de un país depende de la inversión. De ahí que sea un hecho estilizado que los países con mayores niveles de inversión

hayan logrado crecer más rápido, siempre y cuando los altos niveles de inversión no solo hayan sido bien utilizados, sino también hayan sido perdurables en el tiempo. La condición previa para lograr altos niveles de inversión es que existan recursos suficientes para hacerlo y ellos provienen del ahorro. El sistema financiero canaliza el ahorro hacia la inversión, de modo que se genera un círculo virtuoso entre mayor ahorro, mayor inversión y mayor crecimiento (este es el caso de varios países del Asia Oriental, interrumpido, como se verá en los capítulos cinco y seis, por la crisis de 1997).

Los países en desarrollo (hoy denominados emergentes) se han caracterizado por tener un bajo nivel de ahorro interno, medido como porcentaje del producto bruto interno. Son países que sufren de una escasez crónica de ahorro<sup>5</sup>. Por ello han tenido que recurrir al ahorro externo para poder complementar sus bajos niveles de ahorro interno. El ahorro externo es captado por estos países mediante diversos mecanismos; uno de ellos es la obtención de préstamos del exterior, dirigidos al sector público (como ocurrió en América Latina hasta la década de 1980) o al sector privado (década de 1990). Resulta crucial tener claro que si bien esta dependencia del ahorro externo no es negativa en sí misma (en la medida que el uso de los recursos externos permita luego el repago de los mismos), genera compromisos futuros de pago con el exterior. Otro mecanismo es la inversión extranjera, que admite diversas variantes.

Desde inicios de la década de 1990, la apertura de las economías ocurrió en dos niveles: por un lado, una tendencia a reducir las barreras al comercio internacional, de modo que se incrementaron, tanto las exportaciones como las importaciones de bienes y servicios. Por otro lado, la apertura financiera significó que las economías emergentes pudieran acceder a ingentes cantidades de recursos externos (entrada de capitales privados) que permitieron ciclos expansivos de crecimiento de estas economías (el caso peruano 1993-95 es un ejemplo de ello). Se generó así un ciclo virtuoso que consistió en que el ingreso de capitales (ahorro externo) aumentó la inversión y la demanda interna (como se verá en este capítulo, la inversión es parte de la demanda interna) y las economías comenzaron a crecer. Sin duda, para que este ingreso de capitales pudiera materializarse hubo factores internos (como la estabilización y las reformas estructurales), pero tam-

5 En Asia Oriental varias economías no tenían esta característica, pero aun así hicieron crisis. Esto implica que los altos niveles de ahorro e inversión no garantizan que un país evite una crisis.

bién externos (como la caída de la tasa de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos, que empujó a los capitales hacia plazas más rentables).

Sin embargo, algo ocurrió. Así como el ingreso de capitales aceleró el crecimiento, también ocasionó una dependencia de los mismos, de modo que cualquier reversión de ellos no solo frenaría el crecimiento, sino también obligaría a los países a cumplir con el servicio de repagar deudas en un contexto de menor crecimiento. **Las crisis financieras de la década de 1990 se asocian con esa reversión abrupta de la dirección de los capitales: de un contexto caracterizado por una abundancia de los mismos se pasó a una sensible disminución.** Los casos de México en 1994 (y el impacto en otras economías, denominado Efecto Tequila), de varios países de Asia Oriental (Tailandia, Filipinas, Malasia, Indonesia y Corea) en 1997 y de Rusia en 1998 son los más saltantes, no solo por la importancia de esas economías, sino también porque se produjo el denominado **efecto contagio** al resto de economías emergentes. Los capitales no solo huyeron de esos países, sino en general, de todas las economías emergentes, a pesar de que la mayoría de ellas mantenía las finanzas públicas en equilibrio y bajos niveles de inflación (no fueron **crisis fiscales**). En síntesis, la reversión de los capitales provocó una crisis de pagos que llevó a paquetes de rescate internacional de grandes dimensiones, cuyo primer objetivo era que los países contaran con los recursos para poder cumplir con sus obligaciones externas. El objetivo de fondo era que los inversionistas externos retomaran la confianza en los países afectados, de manera que el ingreso de capitales retornara a aquellos países. De ahí que los paquetes de rescate estuvieran condicionados a la implementación de una serie de reformas estructurales.

Las crisis externas, vistas desde esta óptica, tuvieron varios aspectos. En primer lugar, precipitaron **crisis cambiarias**, pues al salir los capitales, se produjo una escasez de dólares que presionó el tipo de cambio nominal. Las autoridades de los países optaron por una **defensa del tipo de cambio**, mediante la venta de dólares para compensar la salida de capitales. Para ello usaron sus reservas; cuando estas se agotaron, no tuvieron otra alternativa que abandonar la defensa del tipo de cambio y dejar su determinación al libre mercado, lo que supuso fuertes aumentos del mismo. Por eso se ha vuelto una práctica común ponerle fecha a la crisis: el día en que las autoridades monetarias dejaron flotar al tipo de cambio; por ejemplo, la crisis mexicana ocurrió el 20 de diciembre de 1994; la crisis de Tailandia, el 2 de junio de 1997, etc. Esto puede parecer contraintuitivo, pues cualquier crisis es un proceso que tiene un período de gestación y uno de explosión.

En segundo lugar, las crisis externas también se convirtieron en **crisis bancarias y financieras**. La interrupción del ingreso de capitales provocó que los bancos privados no pudieran hacer frente a sus pagos con el exterior, más aun, porque la mayoría de las deudas había sido contraída a corto plazo y, además, se endeudaban en dólares pero prestaban internamente en moneda nacional. La crisis cambiaria (que llevó a que los agentes económicos internos requirieran de más unidades de moneda nacional para comprar dólares y pagar a los bancos), unida a la contracción de liquidez en moneda nacional (las autoridades monetarias al vender dólares para contrarrestar la salida de capitales retiraban liquidez del sistema), hizo muy difícil que los bancos contaran con disponibilidad de moneda extranjera para cumplir con sus pagos. Por ello, gran parte de los recursos obtenidos de los paquetes internacionales de rescate se dirigieron a facilitar el repago a los bancos privados, por el temor a una desestabilización del sistema financiero mundial.

Si bien es cierto que cada país tiene particularidades diferentes, la descripción anterior corresponde a **hechos estilizados**, comunes a todos ellos. Esta evolución planteó una serie de interrogantes y desafíos para los economistas y científicos sociales en general. Algunas de las cuestiones más debatidas han sido las siguientes:

- a. ¿Por qué ocurrió la reversión de capitales?
- b. Si todas ellas se dieron en un contexto de apertura financiera de las economías, ¿es negativa esa apertura?
- c. Las crisis, ¿son consecuencia de la globalización?
- d. A la luz de experiencias ya ocurridas, ¿pueden prevenirse las crisis?
- e. ¿Por qué se dieron fenómenos de contagio en todo el mundo emergente?
- f. ¿Cuál es el régimen cambiario adecuado para las economías emergentes, si se tiene en cuenta la relación de las crisis externas con los aumentos en el tipo de cambio?
- g. ¿Qué papel tuvieron los organismos financieros internacionales?
- h. ¿Qué importancia tuvieron los sistemas financieros internos?
- i. ¿Qué errores de política económica se cometieron antes de la crisis?
- j. ¿Por qué nadie anticipó las crisis antes de que estas explotaran?
- k. ¿Cómo debe reformarse la arquitectura financiera internacional de modo que se minimice la probabilidad de ocurrencia de nuevas crisis?

La lista de preguntas puede extenderse mucho más; mediante las cuestiones anteriores se pretende motivar al lector a tratar de comprender este



rompecabezas planteado a raíz de las crisis, cuyos efectos recesivos y sociales, sin lugar a dudas, fueron considerables. Antes de emitir juicios de valor que pretendan aproximar una respuesta a las preguntas anteriores, en el acápite siguiente se revisan las identidades de una macroeconomía abierta, que posibilitan la comprensión de las relaciones entre las diversas variables que interactúan entre sí y que sirven como marco para aproximarse a las causas de las crisis.

### **3. El producto bruto interno (PBI) y las identidades macroeconómicas**

El PBI real es una medida de la producción de la economía y se define como el valor de todos los bienes y servicios finales producidos dentro de los límites geográficos de una economía, en un período de tiempo determinado, evaluado a precios de mercado, es decir, los precios que paga el consumidor final. Es distinto del concepto del **producto nacional bruto (PNB)**, que mide lo producido solo por agentes económicos de un país dentro o fuera del mismo. En el caso peruano, el PBI desde 1950 ha sido mayor que el PNB, lo que refleja que las empresas e individuos extranjeros en el país generaron ingresos superiores a los que los peruanos produjeron en el exterior.

El aumento del PBI real de un período a otro se denomina **crecimiento económico**, su disminución recibe el nombre de **recesión** y se expresa en variaciones porcentuales. Por ejemplo, cuando se afirma que el PBI de la economía peruana creció 3,8% en 1999, significa que la producción del país aumentó en 3,8% comparando 1999 con 1998.

Sin embargo, el PBI real es simplemente un indicador de cambios en la producción y no necesariamente mide las variaciones en el bienestar de los individuos de una sociedad. Desde esa óptica, los incrementos en el PBI son un medio para lograr la elevación del bienestar de una sociedad, que se mide a través de otros indicadores, como por ejemplo, los niveles de pobreza, la tasa de mortalidad infantil, la tasa de analfabetismo, el nivel educativo, etc.

Inclusive el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) calcula, desde 1990, el **Índice de Desarrollo Humano (IDH)**<sup>6</sup>.

6 En el Informe de Desarrollo Humano del año 2001, de un total de 162 países, el Perú figura en la ubicación 73. Entre los países de América Latina, el país mejor ubicado es Argentina (puesto 34). En el ámbito mundial, Noruega es el país con mayor índice de desarrollo humano.

Se trata de un indicador compuesto, construido a partir de tres variables: el PBI per cápita, la esperanza de vida y el nivel educativo; la idea es agregarle dimensiones humanas a las dimensiones materiales, que se miden a través del PBI. Desde 1997, el PNUD también calcula el **Índice de Pobreza Humana**, y utiliza para ello los siguientes indicadores: porcentaje de personas que se estima morirá antes de los 40 años, porcentaje de adultos anal-fabetos, porcentaje de personas sin acceso a servicios de salud y agua potable, y porcentaje de niños menores de cinco años con peso insuficiente.

El comportamiento del PBI real en el tiempo por lo general no es suave, sino fluctuante, en torno de una tendencia. Esas fluctuaciones de corto plazo, que en oportunidades pueden ser bastante pronunciadas, se denominan **ciclos económicos** que tienen dos fases: una de expansión por encima de la tendencia, seguida de una recesión por debajo de la misma. Uno de los objetivos de una **política de estabilización**, que es parte de la política económica, es justamente **aplanar** el ciclo, de modo que la evolución del PBI se haga más estable y predecible.

El PBI real suele analizarse desde dos ópticas: por el lado de la demanda, es decir, ¿quién compra el PBI?, y por el lado de la oferta, que alude a los sectores de la economía que contribuyen con el PBI global. Estas dos visiones son claves para determinar qué sectores son los que crecen más y a quién le venden esos sectores.

Por el lado de la **demanda**, esta se divide en demanda interna y demanda externa (exportaciones). A su vez, la demanda interna se subdivide en consumo privado, consumo público e inversión bruta interna, dividida en privada y pública. La suma de la demanda interna más la demanda externa es igual a la oferta global, que a su vez es el resultado de sumar el PBI (oferta interna) más las importaciones (véase la identidad 1 en el siguiente acápite).

Por el lado de la **oferta**, el PBI por sectores económicos se divide en agropecuario (agrícola más pecuario), pesca, minería (metálica y no metálica), manufactura (procesadora de recursos primarios más resto de la industria), construcción, comercio y otros servicios. El PBI real global es un promedio ponderado de los respectivos PBI de cada sector económico.

¿Cuál debe ser el objetivo de la política económica con respecto del PBI real? Un crecimiento ascendente, lo menos cíclico posible y sano. Esto último significa que no genere presiones inflacionarias ni desequilibrios en otras cuentas<sup>7</sup>.

7 Por ejemplo, un incremento exagerado del PBI puede llevar a un aumento en las importaciones, por las necesidades de la industria. Si las exportaciones no se elevan al

### 3.1. PBI, ingreso, cuenta corriente y ahorro

El análisis del PBI **por el lado de la demanda** se formaliza de la siguiente manera:

$$\mathbf{PBI = C + I + G + X - M} \quad (1)$$

El **consumo**, representado por C, indica el gasto privado de los residentes en un país. La **inversión** (I) significa el aumento del *stock* físico de capital, es decir, la cantidad acumulada por las empresas para construir nuevas fábricas, así como la adquisición de equipo y tecnología para producir más en el futuro. El **gasto público** (G) incluye las compras de bienes y servicios realizadas por el sector público. Se subdivide en gasto corriente y gasto de capital (donde se ubica la inversión pública, como por ejemplo, el mantenimiento de las carreteras). Las **exportaciones** (X) representan la demanda del exterior por bienes y servicios producidos dentro del país, mientras que las **importaciones** (M) son las compras realizadas por residentes de bienes y servicios del exterior, de ahí que en la ecuación (1) aparezcan con signo negativo. El término (X-M) es conocido como exportaciones netas y, en términos de las identidades macroeconómicas, como cuenta corriente de la balanza de pagos<sup>8</sup>.

La utilidad de la descomposición anterior radica en el hecho de que permite comprender las causas de una expansión o recesión de la economía. A partir de este análisis, es posible proponer una **política económica**, que conduzca a los resultados deseados.

Si se reordena la identidad (1), se obtiene:

$$\mathbf{PBI + M = C + I + G + X} \quad (1^a)$$

La expresión de la izquierda es la oferta global de bienes y servicios (lo producido internamente más lo importado), mientras que el lado derecho muestra la demanda global (o demanda agregada), que se descompo-

mismo ritmo, se genera una brecha externa. Una brecha externa alta, como se verá luego, no es sostenible en el largo plazo.

<sup>8</sup> En términos simplificados, la balanza en cuenta corriente es la suma de la balanza comercial y la balanza de servicios, por lo que tanto X como M incluyen exportaciones e importaciones de bienes y servicios.

ne en la demanda interna ( $C + I + G$ ), conocida como **absorción (A)**, y la demanda externa (exportaciones), que son las compras realizadas desde el exterior por producción realizada dentro del país (PBI). Un aumento en el ingreso de capitales a un país eleva la absorción, sea por la vía de mayor consumo, inversión o gasto de gobierno.

El PBI obtenido por un país en un período de tiempo es igual al **ingreso nacional (Y)**, definido este último como la suma de los ingresos obtenidos por los factores de producción durante dicho período. La razón de esta igualdad es simple: cuando alguien utiliza una unidad monetaria para comprar algún bien o servicio, representa no solo un gasto para quien la realiza, sino también un ingreso para quien lo recibe. Por ejemplo, si se adquiere un paquete de galletas en tres soles, ese monto representa el valor del bien medido a precios de mercado, por lo que el PBI se incrementa en ese valor. Al mismo tiempo, quien vendió el bien incrementa sus ingresos en tres soles; de esta manera, el ingreso nacional también aumenta en tres soles. Entonces, la igualdad entre PBI e ingreso nacional es una identidad y, al igual que la ecuación (1), no representa situaciones de equilibrio, sino una simple identidad. En lo que sigue, cuando se aluda al PBI, también se estará haciendo referencia al ingreso nacional, pues son equivalentes.

El ingreso recibido puede tener dos destinos: o se consume o se ahorra; el **ahorro (S)** se define como el ingreso no consumido. Para comprender mejor lo anterior, supongamos por un momento, que la economía es cerrada (no comercia con el exterior) y que no existe sector público. Entonces:

$$PBI = Y = C + I \quad (2)$$

Como  $S = Y - C$ , entonces **S = I**. En una economía cerrada, el ahorro es idéntico a la inversión.

Si se extiende este razonamiento a una economía abierta y se incorpora el sector público, no necesariamente se cumple que el ahorro sea igual que la inversión. La presencia del sector público implica aumentar  $G$  a la ecuación (2), pero además parte del ingreso recibido por el sector privado es transferido al gobierno a través de **impuestos (T)**; esto lleva al concepto de **ingreso disponible (Yd)**, de modo que:

$$Yd = Y - T \quad (3)$$

Como el ingreso disponible se destina al consumo o al ahorro, entonces:

$$Y_d = C + S \quad (4)$$

Combinando (3) y (4) se obtiene lo siguiente:

$C + S = Y_d = Y - T$  (5); de aquí puede despejarse  $C = Y - T - S$  y reemplazarse en la ecuación (1):

$$PBI = Y = Y - T - S + I + G + X - M \quad (6)$$

Si se reagrupa la ecuación (6), se obtiene una identidad fundamental, que representa un punto de partida importante para comprender las crisis financieras internacionales de la década de 1990. Como sostienen Dornbusch y Fischer, "Todo lo que pueda decirse sobre la importancia de la identidad es poco" (1992: 62).

$$S - I = (G - T) + (X - M) \quad (7)$$

Para ilustrar esta última relación, a continuación se presenta el cuadro 1.1, que corresponde a la información contenida en el Marco Macroeconómico 2001-2003 para el Perú, documento presentado por el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) en junio del año 2000<sup>9</sup>.

**Cuadro 1.1**  
**Brechas macroeconómicas 2001-2003**  
**(% del PBI)**

|   | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|---|------|------|------|------|
| <b>1. Brecha externa (2 + 3 = a -b)</b> | -3,8 | -4,6 | -4,3 | -4,0 |
| <b>a. Ahorro interno</b>                | 18,8 | 19,6 | 20,1 | 20,7 |
| <b>b. Inversión total</b>               | 22,6 | 24,2 | 24,4 | 24,7 |
| <b>2. Brecha privada (a-b)</b>          | -2,0 | -3,3 | -3,5 | -4,0 |
| <b>a. Ahorro privado</b>                | 16,7 | 17,1 | 17,4 | 17,5 |
| <b>b. Inversión privada</b>             | 18,7 | 20,4 | 20,9 | 21,5 |
| <b>3. Brecha pública (a-b)</b>          | -1,8 | -1,3 | -0,8 | 0,0  |
| <b>a. Resultado primario</b>            | 0,3  | 0,8  | 1,2  | 1,8  |
| <b>b. Intereses de la deuda</b>         | 2,1  | 2,1  | 2,0  | 1,8  |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, [www.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe)

9 A raíz de los hechos políticos posteriores, las cifras cambiaron. Sin embargo, el

En el cuadro 1.1 se aprecia que el Perú tendría una brecha externa durante todo el período considerado, que será el resultado de la suma de la brecha privada y pública. **La brecha externa se define como el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos y se mide como porcentaje del PBI.**

Para entender por qué un país puede tener un déficit en cuenta corriente, la identidad (1) puede reordenarse de la siguiente manera:

$$CC = (X - M) = PBI - (C + I + G) \quad (8)$$

La cuenta corriente de un país (CC) es la diferencia entre lo que el país produce (PBI) y lo que gasta ( $C + I + G$ ) que, como se ha visto se denomina absorción. En consecuencia, si  $PBI > A$ , entonces  $CC > 0$ , con lo cual el país tendría un superávit en la cuenta corriente. De manera análoga, si  $PBI < A$ , entonces el país produce menos que lo que compra, por lo que la diferencia tiene que importarse (y, por ende, financiarse con recursos del exterior); entonces,  $CC < 0$ , y el país tendrá un déficit en cuenta corriente.

Si al lector le producen cierta confusión las relaciones anteriores, no debe olvidar que el producto es igual que el ingreso, por lo que lo único que se está sosteniendo es que si el país gasta más que lo que le ingresa, la diferencia no solo implica que aumentan las importaciones, sino que también debe financiarse la misma; de lo contrario, ¿cómo podría gastar más que los ingresos en un período de tiempo?

Otra manera de entender la cuenta corriente es comprender que esta es igual a la diferencia entre el ahorro interno y la inversión interna. Para el caso de un individuo, como se ha visto, el ahorro es igual que la diferencia entre el ingreso y el consumo. En el caso de un país, el consumo es realizado tanto por el sector privado ( $C$ ), como por el sector público ( $G$ ). Por lo tanto:

$$S = PBI - C - G \quad (9)$$

Sustituyendo (9) en (8), se obtiene:  $CC = S - I$  (10)

Para simplificar la explicación de la identidad (10), supongamos inicialmente que  $I = 0$  y que  $G = 0$ . Entonces, si  $C > PBI$  (que es igual que el

propósito del cuadro solo es presentar las relaciones entre las variables, más allá de la validez de las cifras.

ingreso),  $S < 0$ . La cuenta corriente (CC) del individuo sería igual que su ahorro ( $CC = S < 0$ ). Por lo tanto, un individuo con un déficit en su cuenta corriente tendrá un nivel negativo de ahorro.

Si se extiende el análisis a un país y se mantiene el supuesto de que  $I = 0$ , el país con déficit en cuenta corriente estaría consumiendo ( $C + G$ ) más de lo que está produciendo. De la identidad (9), si  $(C + G) > \text{PBI}$ , entonces  $S = CC < 0$ .

Ahora veamos el efecto que se produce al levantar el supuesto con respecto de la inversión. Si se asume que  $I > 0$  y que además  $I > S$ , entonces, de la identidad (10) se deduce que  $CC < 0$ . Si tomamos primero el caso del individuo, su ingreso sería menor que su gasto, por lo que tendría un déficit en cuenta corriente o, lo que es lo mismo, ahorraría menos de lo que invierte.

La misma idea es válida para un país. Si  $I > S$ , entonces el PBI es menor que el gasto para consumo e inversión ( $C + I + G$ ). De este modo, el exceso de gasto (absorción) sobre el ingreso o, de manera equivalente, el exceso de inversión sobre ahorro implica que el país tiene un déficit en cuenta corriente.

### **3.2. La sostenibilidad del déficit en cuenta corriente; ¿es negativo tener un déficit?**

Los países que atravesaron por una crisis externa (como México en 1994 y varios países asiáticos en 1997) tenían altos niveles de déficit en cuenta corriente. En otras palabras, siguiendo las identidades explicadas, gastaban más de lo que les ingresaba o salían de sus economías más dólares que los que entraban. ¿Qué implicancias tiene ello? ¿Hasta qué punto es sostenible?

La primera implicancia es que el país tiene que financiar la diferencia o, lo que es lo mismo, endeudarse. Si el país tiene una situación inicial caracterizada por una **riqueza neta positiva** (definida como la diferencia entre los activos externos y las deudas con el exterior), el déficit llevará a una reducción de la misma (en el sentido de que usará su riqueza previa para financiar el exceso de gasto). Si la tendencia a mantener déficit en cuenta corriente persiste en el tiempo, llegará un momento en que la riqueza neta se agotará y el país (sea a través del sector público o el sector privado) tendrá que endeudarse, convirtiéndose en deudor neto. De este modo, **el aumento en la deuda externa será igual que el déficit en la cuenta corriente de cada año.**

En consecuencia, los países con un alto *stock* de deuda externa deben haber tenido en el pasado altos déficit en cuenta corriente, que originaron la acumulación de esa deuda. Tanto en el caso de México, como en el de Asia Oriental, esta tendencia ocurrió desde los inicios de la década de 1990, lo que implicó acumular un alto *stock* de deuda que en determinado momento —como se verá en los capítulos cuatro, cinco y seis— se tornó insostenible.

Las afirmaciones anteriores pueden ser analizadas a partir de las identidades macroeconómicas, lo que permite diferenciar el ahorro privado ( $S_p$ ) del ahorro público ( $S_g$ ), constituyendo la suma de ambos el ahorro nacional o ahorro interno ( $S$ ). De este modo:

$$S = S_p + S_g \quad (11)$$

A su vez,  $S_p = \text{PBI} - T - C = \text{Ahorro privado}$ , donde  $T$  son los impuestos recaudados netos de transferencias ( $TR$ ) y pago de intereses por la deuda pública ( $iD$ );  $TX$  son los impuestos brutos. Entonces:

$$T = TX - TR - iD \quad (12)$$

$T$  mide todos los ingresos y gastos del gobierno (pues las transferencias y el pago de intereses pueden ser a favor de los contribuyentes) no incluidos en  $G$  (que son las compras de bienes y servicios por parte del gobierno); de este modo, el ahorro público ( $S_g$ ) se define como la diferencia entre los ingresos ( $T$ ) y gastos del gobierno ( $G$ ).

$$G - T = G - TX + TR + iD = -S_g \quad (13), \text{ o lo que es lo mismo:}$$

$$S_g = T - G \quad (14)$$

Como el ahorro privado ( $S_p$ ) es igual que:  $S_p = \text{PBI} - T - C$ , entonces puede reemplazarse  $\text{PBI}$  por la identidad fundamental (1), de modo que:

$$S_p = C + I + G + CC - T - C, \text{ de donde:}$$

$$S_p = I + G - T + CC \quad (15)$$

La identidad (15) combina el ahorro privado ( $S_p$ ) con el déficit fiscal y la cuenta corriente. En ella se observa que el ahorro privado es una fuente de nuevo capital, en el sentido de que puede usarse con tres fines:



- a. Compra de valores de empresas, que financian nuevas inversiones en plantas y equipos, es decir, aumentan  $I$ .
- b. Compra de activos financieros externos, que financia un superávit en la cuenta corriente (CC), si  $CC > 0$ . Esto lleva a una acumulación de activos internacionales netos. Si  $CC < 0$ , el ahorro privado no es suficiente para financiar  $I$  ni el déficit fiscal. En consecuencia, se requiere de ahorro externo (endeudamiento externo) para financiar el exceso de demanda de fondos de las empresas (para inversión) o el gobierno (para financiar el déficit fiscal).
- c. Compra de valores gubernamentales, que financian el déficit fiscal, lo que se denomina deuda interna.

De esta manera, el gobierno y el sector privado pueden competir en el mercado de capitales para captar los ahorros privados. Si el gobierno capta más ahorro privado, entonces, el sector privado necesariamente capta menos, lo que significa que queda menos ahorro interno para financiar inversión privada. Por lo tanto, un déficit fiscal ( $G-T$ ) debe tener como contrapartida alguna combinación de mayor ahorro, menor inversión o un déficit en cuenta corriente (véase identidad 7).

**¿Es negativo que un país tenga un déficit en cuenta corriente?** La pregunta es válida, pues los países que sufrieron las crisis financieras internacionales de la década de 1990, tenían como similitud un creciente déficit en cuenta corriente. Sin embargo, la respuesta es que **el déficit puede ser bueno o malo, sostenible o no, asunto que depende de los factores que originen el déficit.**

Aunque parezca un razonamiento circular, el déficit puede ser sostenible en la medida que no exista una **crisis externa**. Esta última puede aparecer en la forma de una crisis cambiaria o una crisis de deuda externa.

Una **crisis cambiaria** (tema que se analiza con detalle en el capítulo tres), se define como una rápida depreciación de la moneda (aumento brusco del tipo de cambio nominal) y/o como una rápida pérdida de reservas del Banco Central. Pueden ocurrir por las expectativas de los agentes económicos. Si los individuos creen que el tipo de cambio, por alguna razón, va a subir en el futuro, entonces se apresuran a comprar dólares y precipitan el incremento del tipo de cambio. La razón que origina este comportamiento puede ser válida o no, pero el hecho concreto es que mediante la compra de dólares, y el consiguiente aumento en el tipo de cambio, los mismos agentes económicos validan sus expectativas.

Una **crisis de deuda** se produce cuando un país es incapaz de obtener financiamiento externo para repagarla o cuando declara una moratoria unilateral (como México en 1982 o Rusia en 1998). El país (sea el sector público o el privado) no puede pagar sus obligaciones con el exterior y puede optar por no pagar (escenario que lo aislaría del mercado internacional de capitales) o renegociar y comprometerse a pagar bajo otras condiciones. En este último caso, el país tiene que ajustarse, reduciendo su gasto interno (absorción) para generar un superávit en la cuenta corriente y así generar los recursos necesarios. Puesto en términos más simples y haciendo la analogía con un individuo, si este ha gastado por encima de sus ingresos, llega un momento en que tiene que gastar menos y/o aumentar sus ingresos para poder pagar sus deudas.

En consecuencia, como una primera aproximación, puede decirse que un déficit en cuenta corriente es sostenible si se puede mantener sin que ocurra ni una crisis cambiaria, ni una crisis de deuda. Sin embargo, **la ausencia de sostenibilidad se observa luego de que los hechos ocurren, es decir cuando el país ya hizo crisis**. De ahí la necesidad de examinar las características de una economía que indican que una crisis puede ocurrir.

Mediante un reordenamiento de la identidad (15),  $CC = Sp - I - (G - T)$ , puede verse que existen tres causas para un déficit en cuenta corriente: un aumento en la inversión interna, una caída en el ahorro privado y/o un aumento del déficit fiscal<sup>10</sup>. En la medida en que cada caso es distinto, a continuación se analizará el impacto de cada uno de ellos sobre la cuenta corriente, considerando que el déficit genera endeudamiento para poder ser financiado.

### 3.2.1. Un aumento de la inversión interna

Supongamos que el comportamiento de un país se asemeja al de una empresa que ha observado oportunidades rentables de inversión, pero que tiene un bajo nivel de ahorro. Entonces decide endeudarse. Para ello puede acudir al mercado internacional de capitales, al sistema bancario interno o emitir acciones que son adquiridas por los agentes económicos. El endeudamiento será la política adecuada en la medida que sirva para financiar proyectos rentables, es decir, que el retorno de la inversión sea mayor que

10 Esta conclusión también puede extraerse de la identidad (7).

el costo del endeudamiento. Una parte de los ingresos futuros generados por el proyecto servirá para pagar la deuda contraída.

El mismo argumento es válido para un país. Imaginemos un país rico en recursos naturales que ha implementado un conjunto de reformas estructurales, luego de haber estabilizado la economía. Entonces, puede producirse un **boom de inversión**, al aumentar las expectativas de un crecimiento económico futuro, combinado con una alta rentabilidad de nuevos proyectos de inversión. Si el país en cuestión tiene un bajo nivel de ahorro, resulta adecuado recurrir al **ahorro externo** para financiar el exceso de inversión interna sobre ahorro interno. El ingreso de capitales, atraído por las expectativas favorables respecto del futuro de la economía, habría actuado como fuente de financiamiento externo, lo que implicará un aumento de la deuda con el exterior.

El país (o más específicamente las empresas, quienes son las que toman las decisiones), puede endeudarse, a través de la atracción de capitales, mediante alguna de las siguientes formas:

- Tomar préstamos de los bancos extranjeros.
- Prestarse de los bancos internos, quienes a su vez se endeudan con bancos externos. En este caso puede aparecer el **riesgo cambiario**, si los bancos se endeudan con el exterior en dólares y prestan en el interior en moneda nacional.
- Mediante la emisión de nuevas acciones que son compradas por inversionistas externos.
- A través de la emisión de bonos, comprados por inversionistas externos.
- La nueva inversión puede hacerse de manera directa por empresas extranjeras, es decir, inversión extranjera directa (IED). Este caso no constituye estrictamente deuda externa, pues el país no adquiere ningún compromiso de pagos con el exterior, pero sí constituye ingreso de capitales que financia un mayor gasto de la economía.

En todos estos casos, el déficit en cuenta corriente ( $CC = S - I < 0$ ) está financiado por alguna forma de ahorro externo. En la medida que financia proyectos rentables de inversión, genera la capacidad futura de repago de los préstamos externos.

Sin embargo, ese argumento general amerita varias observaciones. En primer lugar, es positivo si las nuevas inversiones se realizan en el **sector transable**, es decir, aquel sector que produce bienes que se pueden

exportar en el futuro. De este modo, el déficit actual se convierte en un superávit futuro. Si la inversión se orienta al **sector no transable** (por ejemplo, el sector construcción), se estarían produciendo bienes que en el futuro no se podrán exportar, por lo que la capacidad de repago futura podría enfrentar dificultades. Un ejemplo de este último caso está relacionado con el *boom* en los precios de los bienes raíces, previo a la crisis, que se produjo en Asia Oriental.

En segundo lugar, toda empresa sabe que es óptimo endeudarse si el retorno de la inversión es mayor que el costo del endeudamiento. Si una firma se endeuda en exceso e invierte en proyectos de dudosa rentabilidad, tarde o temprano tendrá pérdidas, generando una crisis financiera, si el argumento se extiende para todo el país. Por lo tanto, la segunda observación está relacionada con **la calidad de la inversión**.

¿Cómo puede explicarse un *boom* de inversión en proyectos de baja calidad? Para ello, es necesario entender algunas políticas y comportamientos de los gobiernos. A manera de ejemplo, en el caso de Asia Oriental, **los gobiernos tenían como objetivo maximizar sus respectivas tasas de crecimiento económico y ello requiere un alto nivel de inversión**. Para lograr estas metas de inversión, los gobiernos generaron una estructura de incentivos, tanto a las empresas para que sobreinviertan (como subsidios) como a los bancos locales para que se sobreendeuden con bancos externos. De este modo, los bancos tenían una garantía implícita de los gobiernos de rescatarlos si las cosas iban mal; esta especie de seguro se denomina en teoría económica **riesgo moral** (del inglés *moral hazard*). En el mismo sentido, muchos bancos eran públicos o controlados de modo indirecto por el gobierno, que así direccionaban los créditos para favorecer con criterios políticos a algunas empresas y sectores económicos. A su vez, los bancos externos conocían esta situación, por lo que continuaban con sus políticas de préstamos, pues sabían que el gobierno rescataría a los bancos internos en caso de que estos tuvieran problemas de pagos. Esto último influyó en las bajas tasas de interés que cobraban los bancos externos a los internos y se generó así una errónea sensación de que muchos proyectos eran rentables, cuando en realidad no lo eran. Este tema se retomará más adelante, en los capítulos cinco y seis.

### 3.2.2. Una caída en el ahorro interno

El déficit en cuenta corriente puede originarse en una caída en el ahorro privado (México 1990-94) o un aumento en el déficit fiscal (Améri-

ca Latina en la década de 1980). Una reducción del ahorro interno debido a una caída del ahorro público (déficit fiscal) es, en términos potenciales, más peligrosa que una disminución del ahorro privado. La razón estriba en que los ahorros privados aumentan cuando se incrementan los ingresos futuros, mientras que los déficit fiscales son más complejos de revertir. En la década de 1970 en América Latina, los déficit fiscales llevaron no solo a un crecimiento del déficit en cuenta corriente, sino también a un aumento del *stock* de deuda externa. Hacia 1982, el incremento del ratio deuda externa/PBI originó que los gobiernos no pudieran cumplir con sus obligaciones, explotando la crisis de la deuda que obligó a renegociaciones de la misma, atadas a costosos programas de ajuste.

El caso mexicano de 1994 no se ajusta al patrón anterior. El deterioro de la cuenta corriente en los años que precedieron a la crisis, se debió a una caída en el ahorro privado, pues las finanzas públicas se encontraban equilibradas. El aumento del consumo privado y la caída del ahorro privado fue incentivado por la combinación de un optimismo excesivo sobre el crecimiento futuro y la supresión de restricciones de liquidez, originada en la liberalización del mercado doméstico de capitales. Bajo esas condiciones, la caída en el ahorro privado llevó a un rápido e insostenible déficit en cuenta corriente.

En síntesis, el déficit en cuenta corriente debe ser motivo de preocupación cuando el *boom* de consumo es el resultado de una rápida liberalización del mercado doméstico de capitales, que aumenta el acceso al crédito a agentes económicos que antes tenían restricciones para endeudarse.

### 3.2.3. Otros factores

Además de los elementos descritos, la sostenibilidad del déficit en cuenta corriente también depende de otros factores macroeconómicos. En primer lugar, **altas tasas de crecimiento económico** suponen altas tasas de inversión y, por ende, de ahorro, lo que hace menos dependiente al país. Sin embargo, este patrón no encaja con las experiencias de Chile (1979-81), México (1977-81) y Asia Oriental (1997). En los tres casos, las tasas de crecimiento que existían antes de la crisis eran mayores que 7%. El problema de estos casos radicó en el optimismo excesivo originado por las mismas tasas (en el sentido de que se mantendrían en el largo plazo), que llevó a un *boom* del consumo y de la inversión (demanda interna) y la consiguiente reducción del ahorro interno. El exagerado incremento del consumo y de la inversión generó un aumento de la deuda externa, que en

determinado momento se tornó insostenible, en especial porque se trataba de endeudamiento privado de corto plazo. Un segundo factor está en **la naturaleza del déficit comercial** (diferencia entre exportaciones e importaciones de bienes), pues puede reflejar problemas estructurales de competitividad de la economía. En ese caso, el déficit en cuenta corriente es menos sostenible. En tercer lugar, **el ratio X/PBI** es un indicador de la capacidad futura de servir la deuda externa. Por último, **el tamaño del déficit en cuenta corriente**, pues los episodios de crisis han coincidido con brechas externas mayores que 4% del PBI. Este indicador se convierte en una señal de alarma si está financiado con capitales volátiles.

#### **4. Conclusiones**

A partir de las identidades fundamentales de una economía abierta, en este capítulo se ha mostrado que el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (también llamado brecha externa) puede originarse por tres factores: un aumento de la inversión, una caída en el ahorro y/o un aumento del déficit fiscal. Desde luego, la realidad de cada país que atravesó por un episodio de crisis es diferente y los tres factores pueden interactuar entre sí. Para ello, en el capítulo cuatro se analiza la experiencia mexicana; en los capítulos cinco y seis, se revisa la crisis de Asia Oriental; mientras que en el capítulo siete, los casos de Rusia y Brasil.

El déficit en cuenta corriente, en sí mismo, no es ni malo ni bueno; depende tanto de los mecanismos de financiamiento de dicho déficit, como del uso que se haga de los recursos. Este aspecto es crucial para evaluar la sostenibilidad del mismo.

En la medida en que las crisis han sido financieras, antes de estudiar las experiencias concretas, en los dos capítulos siguientes, se examinará el comportamiento de los flujos de capitales, así como aspectos conceptuales de las crisis financieras y cambiarias. Con ellos, el lector estará en condiciones de agregar en el análisis el sistema financiero, tanto doméstico como internacional.



## II

### ***Los flujos de capitales y el mercado internacional de capitales***

#### ***1. ¿Por qué los países recurren al mercado internacional de capitales?***

En el capítulo anterior se vieron aspectos relacionados con el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, característica común, dada su magnitud, de los países que atravesaron por una crisis financiera. Se analizaron, a partir de las identidades macroeconómicas de una economía abierta, las causas posibles del déficit, haciendo hincapié en aquellas que hacían que el déficit pudiera ser más o menos sostenible. En este capítulo se pretende avanzar un paso más, mediante la introducción de los sistemas financieros. **La razón estriba en que existe consenso respecto de que parte de la explicación de las crisis externas se ubica en la debilidad de las instituciones financieras, la que a su vez es el resultado de una inadecuada regulación gubernamental** (Stiglitz 2001).

Todos los países, para poder crecer de manera sostenible, requieren invertir, para ello necesitan recursos, no solo físicos y humanos, sino también financieros. Estos últimos provienen del ahorro. Por lo tanto, un mayor nivel de ahorro posibilita mayores niveles de inversión y crecimiento. La canalización de recursos de los ahorristas hacia los inversionistas es una función del sistema financiero.

Sin embargo, existe un conjunto de países, entre los cuales se encuentra el Perú, que tienen un bajo nivel de ahorro interno (medido como porcentaje del PBI). No pueden autofinanciar los niveles de inversión requeridos para lograr altas tasas de crecimiento. Para complementar el ahorro interno, recurren al ahorro o financiamiento externo, que permite elevar el ahorro total a niveles consistentes con elevados niveles de inversión y, por ende, crecimiento. Para que ello sea posible deben abrir sus economías al exterior, para atraer capitales extranjeros. El ingreso de capitales puede adoptar diversas formas y se registra en la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Con fines metodológicos, se agrupa de la siguiente manera:



- **Inversión extranjera**, que se subdivide en inversión extranjera directa (compra de empresas en proceso de privatización, creación de nuevas empresas y adquisición de acciones) e inversión en portafolio (bonos, préstamos bancarios, derivados financieros, etc.). La primera se considera más estable que la segunda.
- **Deuda externa**, que a su vez, puede ser pública o privada. La **deuda pública** puede tomar la forma de endeudamiento directo del Estado con alguna fuente externa (otro país o algún organismo multilateral), o mediante la emisión de bonos soberanos en los mercados internacionales de capital. La **deuda privada** puede ser captada de manera directa por las empresas (se endeudan con alguna institución financiera externa o emiten bonos en los mercados financieros internacionales), o a través del sistema bancario doméstico, el cual a su vez se endeuda con otra institución financiera externa (que por lo general se trata de otro banco). Desde luego, un préstamo bancario tomado del exterior es una inversión en portafolio y, al mismo tiempo, deuda externa privada.

No obstante, en esta secuencia aparecen algunas interrogantes. Si bien es cierto, resulta lógico y deseable atraer capitales del exterior, también es cierto que el mercado financiero —como se verá más adelante— tiene varias imperfecciones, que deben ser comprendidas en su real magnitud. Otra cuestión relacionada con los mercados de capitales tiene que ver con el hecho de que varios países, con altos niveles de ahorro interno y que ya habían logrado respetables tasas de crecimiento (como es el caso del Asia Oriental) facilitaron el ingreso de capitales adicionales, generando así una sobreinversión interna. Esta última es una de las principales lecciones de la crisis asiática; no solo fueron los países con bajos niveles de ahorro interno quienes recurrieron al mercado internacional de capitales, sino también aquellos con ahorro alto. ¿Por qué se dirigieron a aquellos países que **no los necesitaban**? Este tema será retomado en los capítulos cinco y seis.

El ingreso de capitales o deuda externa (sea del sector público o del sector privado) financia el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, es decir, permite que el país gaste por encima de sus ingresos<sup>1</sup>. En el capítulo anterior se vio que el déficit puede ser financiado, además, con

1 En términos de la balanza de pagos, “la parte de abajo” de la misma (cuenta de capitales) financia la “parte de arriba” (cuenta corriente).

reducción de reservas<sup>2</sup>. Para acceder a fuentes externas de financiamiento, los países recurren al mercado internacional de capitales bajo diversos mecanismos. La apertura de las economías y la libre movilidad de capitales ha permitido que los capitales puedan ingresar y salir de las mismas sin mayores restricciones, por lo que es posible distinguir dos etapas, cada una de las cuales origina desafíos macroeconómicos distintos; a riesgo de ser simplificador, es posible caracterizar los dos episodios del siguiente modo:

- a. Cuando **ingresan los capitales** a los países se producen varios efectos. En primer lugar, como esos capitales complementan el ahorro interno, permiten financiar nuevas inversiones y los países comienzan a crecer, a adquirir nueva tecnología y a integrarse cada vez más con el resto del mundo. Sin embargo, el fuerte flujo de capitales también trae consigo complicaciones en el manejo macroeconómico, pues los tipos de cambio tienden a apreciarse (en términos simples, la abundancia de dólares genera una presión del tipo de cambio nominal hacia la baja), lo que en el contexto de una economía abierta tiende a aumentar el déficit en cuenta corriente, pues abarata las importaciones. En la mayoría de los casos, el banco central interviene en el mercado cambiario a través de la compra de parte de esos dólares, lo que lleva a un aumento en reservas<sup>3</sup>. En segundo lugar, crea nueva deuda con el exterior si el capital ingresa por el mercado financiero. En tercer lugar, el sistema bancario, que se endeuda con el exterior para prestar el dinero en el interior, contribuye con un aumento, tanto del consumo como de la inversión, incrementándose así la demanda interna, impactando ello en el crecimiento del PBI.
- b. Las crisis ocurren cuando se produce una **salida abrupta de esos capitales**. En esas circunstancias, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos ya no se puede financiar con recursos externos y se producen efectos contrarios al período de ingreso de capitales. La salida de los mismos lleva a una escasez de dólares, presionando tanto el tipo de cambio nominal como la tasa de interés hacia el alza. Entonces aparece una **sequía crediticia**, principal determinante de las recesio-

2 Desde el punto de vista de las identidades macroeconómicas, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos puede financiarse de dos maneras: vía ingreso de capitales (en cualquiera de sus formas) o a través de una reducción en las reservas. Esta información se contabiliza en la balanza de pagos de cada país.

3 El tema de los tipos de cambio es analizado en detalle en el capítulo diez.

nes, pues la economía se ajusta y ya no puede crecer. No solo se reduce la magnitud del ingreso de capitales, sino que los acreedores externos se apresuran por cobrar sus deudas. Ello genera problemas bancarios internos, pues la iliquidez interna hace que los deudores internos no puedan pagarle a los bancos y, en consecuencia, estos tampoco pueden repagar sus préstamos con el exterior. Se interrumpe así la cadena de pagos, pues el país pasa por una **crisis de liquidez**. Aparecen así los paquetes internacionales de rescate, cuyo objetivo genérico es que el país recupere credibilidad para volver a ser sujeto de crédito en el mercado internacional. De esta manera se inicia un nuevo ciclo.

Estas dos etapas, presentadas de manera muy sintética, plantean una serie de interrogantes, relacionadas con las complicaciones del manejo macroeconómico, la magnitud y composición de los capitales y con la liberalización financiera previa, que permite el ingreso de los mismos. Este capítulo aborda estos temas, de modo que la unión de este con el primero permita entender, de una manera cabal, la naturaleza de las crisis financieras internacionales.

A inicios de la década de 1990, las economías emergentes restauraron su acceso al mercado internacional de capitales, por lo que el debate de política económica se centró en el manejo de las consecuencias del enorme flujo de capitales. Este tema de la agenda de los diseñadores de política económica tuvo un giro en 1994 a raíz de la crisis mexicana, pues se confirmaron los temores respecto de que los capitales podían salir de un país a la misma velocidad con la que habían ingresado. A pesar de ello, al margen del caso de México y su impacto en Argentina, esta crisis demostró tener una corta vida (a diferencia de la crisis mexicana de 1982) y entre 1995 y 1996, el retorno de capitales llevó a retomar el debate inicial. La crisis de Asia Oriental volvió a cambiar el énfasis en el debate, pues la salida de capitales, asociada a la crisis, no solo fue mayor en magnitud, sino que afectó a toda una región con efectos posteriores de contagio en Rusia (1998) y en América Latina, desde fines de 1998.

## ***2. Capitales externos y las economías emergentes: tendencias y causas***

Los países con bajo nivel de ahorro interno, entre los cuales se encuentra el Perú, siempre han recurrido al ingreso de capitales externos para

poder alcanzar mayores niveles de inversión y, por ende, crecimiento. De ahí que exista en aquellos países **una relación directa entre el ingreso de capitales y el crecimiento**. Los capitales que ingresan del exterior admiten diversas clasificaciones. En función del tipo de acreedor, pueden provenir de **fuentes oficiales**, donde se ubican los organismos financieros multilaterales, como el Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, y de **fuentes privadas**, como por ejemplo, los bancos comerciales. Por otro lado, a partir del destino de los mismos, pueden ingresar como **inversión extranjera directa, inversión de cartera o de portafolio y préstamos bancarios**. En el cuadro 2.1 se presenta la evolución del ingreso de capitales hacia las economías emergentes en la última década del siglo XX.

**Cuadro 2.1**  
**Flujos netos de capital hacia las economías emergentes**  
**(promedio anual, miles de millones de dólares)**

|   | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>1. Flujo neto de capitales privados</b>  | 112,6 | 172,1 | 136,3 | 226,9 | 215,9 | 147,6 | 75,1  | 80,5  |
| <b>-IED neta</b>                            | 35,4  | 59,4  | 84,0  | 92,6  | 113,2 | 138,6 | 143,3 | 149,8 |
| <b>-Inversión neta en portafolio</b>        | 56,1  | 84,4  | 109,6 | 36,9  | 77,8  | 52,9  | 8,5   | 23,3  |
| <b>-Préstamos bancarios</b>                 | 21,0  | 28,3  | -57,3 | 97,4  | 24,9  | -44,0 | -76,7 | -92,5 |
| <b>2. Flujo neto de capitales oficiales</b> | 25,0  | 48,7  | 4,8   | 15,7  | 2,0   | 52,7  | 55,3  | 13,0  |
| <b>Total (1 + 2)</b>                        | 137,6 | 220,8 | 141,1 | 242,6 | 217,9 | 200,3 | 130,4 | 93,5  |

Fuente: FMI (2000b: 46-7).

El cuadro 2.1 muestra el resultado agregado para todas las economías emergentes. A pesar de que en el mismo se observan ciertas tendencias (como el aumento sostenido del ingreso de capitales privados hasta 1997), resulta pertinente presentar la división de los flujos por regiones, con el objetivo de analizar hacia dónde se dirigieron, tanto los capitales privados como los oficiales. Esta información se presenta en los cuadros 2.2 y 2.3.

**Cuadro 2.2**  
**Flujos netos de capitales privados a las economías emergentes, por regiones**  
**(en miles de millones de dólares)**

|                              | <b>1992</b> | <b>1994</b> | <b>1996</b> | <b>1999</b> |
|------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Total</b>                 | 112,6       | 136,3       | 215,9       | 80,5        |
| <b>África</b>                | -4,0        | 2,9         | 7,5         | 14,8        |
| <b>Asia</b>                  | 20,8        | 63,6        | 104,1       | -27,0       |
| <b>-Asean-5</b>              | 29,0        | 36,1        | 65,8        | -24,6       |
| <b>Europa</b>                | 6,5         | 1,8         | 26,7        | 18,0        |
| <b>Oriente Medio</b>         | 33,7        | 18,6        | 5,6         | 20,6        |
| <b>Hemisferio occidental</b> | 55,6        | 49,4        | 72,1        | 54,1        |

Fuente: FMI (2000c: 98).

El grupo Asean-5 incluye a aquellos países más afectados por la crisis asiática: Indonesia, Corea del Sur, Malasia, Filipinas y Tailandia. América Latina y el Caribe se encuentran dentro del rubro hemisferio occidental.

**Cuadro 2.3**  
**Flujos netos de capitales oficiales a las economías emergentes, por regiones**  
**(en miles de millones de dólares)**

|                               | <b>1992</b> | <b>1994</b> | <b>1996</b> | <b>1999</b> |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Total</b>                  | 25,0        | 4,8         | 2,0         | 13,0        |
| <b>África</b>                 | 9,0         | 7,8         | 3,2         | 3,8         |
| <b>Asean-5</b>                | 2,1         | 0,6         | -6,1        | -6,7        |
| <b>Asia</b>                   | 8,9         | 2,0         | -7,6        | -0,1        |
| <b>Oriente Medio y Europa</b> | -1,3        | 0,8         | 2,7         | 5,6         |
| <b>Hemisferio occidental</b>  | 3,4         | 7,3         | 5,3         | 10,6        |
| <b>Países en transición</b>   | 3,0         | -13,7       | 4,6         | -0,2        |

Fuente: FMI (2000c: 98).

Las siguientes tendencias se verifican a partir de los cuadros 2.1, 2.2 y 2.3:

- La predominancia del ingreso de capitales privados con relación a los capitales oficiales hacia las economías emergentes. En 1992 representaron el 81,8%, en 1994 el 96,5%, en 1996 el 99% y en 1999 el 86,1% del total.
- La declinación de los flujos oficiales que solo aumentan su participación luego de las crisis, mediante los programas de rescate.
- Del total de flujos privados netos, Asia y América Latina fueron los principales receptores. En 1996, Asia recibió el 48,2 % del total, mientras que América Latina, el 33,3 %.
- Por último, es notable la reversión de capitales privados entre 1996 y 1999, en particular para los Asean-5, que fueron los cinco países más afectados por la crisis asiática de 1997. En 1999, el ingreso de capitales privados al hemisferio occidental (que en la terminología del FMI incluye a América Latina y el Caribe), registró un monto similar al de 1992, luego de crecer de manera sostenida hasta 1996.

Con respecto al tipo de inversión por regiones, el cuadro 2.4 ilustra la principal razón por la cual las crisis se localizaron en el sistema financiero. La inversión extranjera directa (IED) ha tenido una tendencia hacia el aumento durante toda la década, con valores mayores en el Hemisferio Occidental (América Latina y el Caribe), con relación al Asean-5. Sin embargo, la volatilidad es marcada, tanto en la inversión en portafolio, como en los préstamos bancarios.

Los préstamos bancarios, luego de alcanzar un pico en 1995 en ambas regiones, iniciaron un proceso de reducción que se tornó negativo a partir de 1998, aspecto que tiene una estrecha relación con la crisis rusa. En consecuencia, la IED es más estable, pues supone compromisos de largo plazo y, por ende, es de más difícil reversión, mientras que los otros tipos de inversión se revierten de un momento a otro.

**Cuadro 2.4**  
**Flujos netos de capital privado por regiones y tipo de inversión**  
(en miles de millones de dólares)

|                                  | 1992 | 1993 | 1994  | 1995 | 1996 | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------------------------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>I. Asean-5</b>                |      |      |       |      |      |       |       |       |
| <b>Total</b>                     | 29,0 | 31,8 | 36,1  | 74,2 | 65,8 | -20,4 | -25,6 | -24,6 |
| <b>-IED neta</b>                 | 7,3  | 7,6  | 8,8   | 7,5  | 8,4  | 10,3  | 8,6   | 10,2  |
| <b>-Inv. en portafolio neta</b>  | 6,4  | 17,2 | 9,9   | 17,4 | 20,3 | 12,9  | -6,0  | 6,3   |
| <b>-Préstamos bancarios</b>      | 15,3 | 7,0  | 17,4  | 49,2 | 37,1 | -43,6 | -28,2 | -41,1 |
| <b>II. Hemisferio occidental</b> |      |      |       |      |      |       |       |       |
| <b>Total</b>                     | 55,6 | 66,8 | 49,4  | 53,1 | 72,1 | 85,5  | 70,0  | 54,1  |
| <b>-IED neta</b>                 | 13,9 | 13,4 | 23,1  | 24,7 | 39,5 | 53,1  | 56,1  | 63,6  |
| <b>-Inv. en portafolio neta</b>  | 30,3 | 44,0 | 66,7  | 3,0  | 41,0 | 19,2  | 14,7  | 10,6  |
| <b>-Préstamos bancarios</b>      | 11,4 | 9,4  | -40,4 | 25,5 | -8,4 | 13,2  | -0,8  | -20,1 |

Fuente: FMI (2000b: 46-7).

Las tendencias mostradas son aun más marcadas si se considera que el influjo neto de capital a los países en desarrollo fue de US\$ 8,1 mil millones en 1970, y aumentaron a US\$ 34,7 mil millones en 1980, a US\$ 60,2 mil millones en 1990 y a US\$ 242,6 mil millones en 1996, para luego experimentar una reversión.

En América Latina, la historia de los influjos de capital externo en las últimas cuatro décadas muestra tendencias claras. Durante la década de 1960 e inicios de la siguiente, la región no tuvo acceso a los mercados internacionales privados de capital. Durante ese período, el ingreso de capitales provino de fuentes oficiales (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desarrollo y Fondo Monetario Internacional, entre otros). Esta situación cambió a mediados de la década de 1970, dado el incremento de la liquidez internacional privada, consecuencia del reciclaje de los petrodólares. América Latina se convirtió en el principal receptor, pero el destino del capital externo difirió por países. Mientras que en Brasil, México, Venezuela y Perú el destino fue el financiamiento de crecientes déficit fiscales, en otros países, como Chile y Argentina, los recursos fueron canalizados al sector privado. Estos dos países ya habían iniciado una serie de reformas orientadas hacia el libre mercado.

El ingreso de capitales permitió que la región creciera, aunque no se observaron tres aspectos: la caída del tipo de cambio real, los bajos niveles de ahorro interno que hacían insostenible el crecimiento y el hecho de que una gran proporción del ingreso de capitales era utilizado para financiar mayor consumo o proyectos de inversión de dudosa calidad (Edwards 1998). En agosto de 1982, México anunció a la comunidad financiera internacional que no estaba en condiciones de seguir sirviendo su deuda externa, y se inició una etapa conocida como la **crisis de la deuda**, que llevó a la denominada **década perdida**. La reacción de la comunidad financiera fue la de retirar sus fondos de la región. Este hecho, combinado con los bajos niveles de ahorro interno, determinó una reducción de la inversión y del crecimiento. En términos simples, no había recursos para financiar el crecimiento.

Entre 1982 y 1989, la mayoría de naciones latinoamericanas inició procesos de renegociación de sus deudas con los acreedores privados. La respuesta de los organismos multilaterales fue otorgar préstamos condicionados a la puesta en marcha de una serie de reformas estructurales. Las operaciones de reestructuración de las deudas unidas a programas de ajuste, sostenidos por los organismos multilaterales, marcaron la pauta de la década de 1980. En marzo de 1989 hubo un cambio de enfoque por parte de los acreedores, quienes reconocieron que era necesario diseñar un esquema de reducción de deuda, pues la carga de la misma y los programas de ajuste impedían que los países generaran los recursos, no solo para pagar la deuda, sino para reiniciar el crecimiento. En marzo de ese año, el secretario del Tesoro de Estados Unidos, Nicholas Brady, anunció un mecanismo, basado en una reducción voluntaria de la deuda. El propósito era cambiar deuda vieja por nueva deuda, por un valor menor. Las características de los nuevos instrumentos de deuda se negociarían país por país. Entre 1989 y 1997, Costa Rica, México, Venezuela, Uruguay, Argentina, Brasil y Perú lograron acuerdos dentro del marco del Plan Brady. La condición de elegibilidad para poder negociar un acuerdo Brady con los acreedores privados era poner en marcha un conjunto de reformas a favor de la apertura y del libre mercado.

Los acuerdos dentro del Plan Brady fueron el punto de partida para implementar diversos programas de estabilización, apertura y libre mercado, que marcaron las condiciones para que América Latina nuevamente se encuentre en condiciones de atraer capitales externos. En el cuadro 2.5 se presenta la afluencia neta de capitales a América Latina y el Caribe, así como a seis países seleccionados.



**Cuadro 2.5**  
**América Latina y el Caribe: afluencia neta de capital**  
**(promedio anual)**

|                  | Afluencia neta total<br>(en miles de millones de dólares) |               |               |               |               | Porcentaje del PBI |               |               |
|------------------|---|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|
|                  | 1977-<br>1981   | 1983-<br>1990 | 1990-<br>1991 | 1992-<br>1994 | 1977-<br>1981 | 1983-<br>1990      | 1990-<br>1991 | 1992-<br>1994 |
| <b>Región</b>    | 29,4  | 9,6           | 27,8          | 60,7          | 4,5           | 1,3                | 2,6           | 5,0           |
| <b>Argentina</b> | 1,9   | 1,4           | 1,1           | 10,6          | 2,0           | 2,1                | 0,6           | 5,1           |
| <b>Brasil</b>    | 9,3   | 2,4           | 3,3           | 8,9           | 4,1           | 0,8                | 0,8           | 2,0           |
| <b>Chile</b>     | 2,6   | 1,5           | 2,3           | 3,6           | 12,7          | 7,0                | 7,3           | 9,1           |
| <b>Colombia</b>  | 1,0   | 0,8           | -0,2          | 1,7           | 3,4           | 2,3                | 0,1           | 2,9           |
| <b>México</b>    | 8,2   | 0,8           | 16,3          | 25,8          | 5,1           | 0,2                | 6,3           | 8,7           |
| <b>Perú</b>      | 0,8   | 1,1           | 2,2           | 3,7           | 4,5           | 4,4                | 5,8           | 8,1           |

Fuente: Cepal (1996: 25).

En el cuadro 2.6 se muestra el cambio, tanto de la dirección como de la composición del ingreso de capitales a la región entre fines de la década de 1980 e inicios de la década siguiente.

Los cuadros 2.5 y 2.6 muestran varios aspectos relevantes; en primer lugar, el ingreso de capitales a América Latina ha sido cíclico; **de una abundancia en la década de 1970 se pasó a una escasez de los mismos en la de 1980, para un nuevo retorno en la década siguiente**. Este patrón determinó un lento crecimiento en la década de 1980, de 1,8% como promedio anual regional hacia una ostensible recuperación en la década siguiente<sup>4</sup>. En segundo lugar, siguiendo la misma tendencia del mundo emergente, se observa una declinación del financiamiento proveniente de organismos multilaterales desde inicios de la década de 1990 y un aumento de la importancia del capital privado. Del mismo modo, la inversión en cartera se incrementó en los siete años presentados, tanto en

4 Entre 1976 y 1981, las economías de América Latina y el Caribe crecieron 4,5% y el ingreso de capitales fue también de 4,5% del PBI. Entre 1982 y 1990, la región creció solo 1,8%, mientras que el flujo de capitales fue de -1,7% del PBI. Si bien estas cifras son promedios anuales y, por tanto, ocultan disparidades entre países, reflejan una tendencia.

**Cuadro 2.6**  
**América Latina y el Caribe: composición de los ingresos netos de capital**  
**(en porcentajes)**

|                                  | 1987  | 1988  | 1989  | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>A. IED</b>                    | 25,4  | 30,1  | 65,4  | 16,3  | 22,6  | 18,8  | 15,1  |
| <b>B. Inv. en cartera</b>        | 7,1   | 10,8  | 18,7  | 40,4  | 49,7  | 60,9  | 75,2  |
| <b>1. Bonos</b>                  | 6,8   | 10,1  | 14,2  | 38,1  | 35,0  | 47,0  | 51,0  |
| <b>a. Corto plazo</b>            | 15,6  | 15,4  | 16,7  | 37,3  | 27,8  | 40,6  | 31,8  |
| <b>b. Largo plazo</b>            | -8,8  | -5,3  | -2,5  | 0,8   | 7,2   | 6,4   | 19,2  |
| <b>2. Acciones</b>               | 0,3   | 0,7   | 3,4   | 2,2   | 11,4  | 11,3  | 22,9  |
| <b>3. Papeles comerciales</b>    | -     | -     | 1,0   | 0,0   | 3,4   | 2,7   | 1,3   |
| <b>C. Financiamiento oficial</b> | 23,7  | 25,1  | 44,0  | 20,5  | 11,5  | 2,2   | 4,2   |
| <b>1. Donaciones</b>             | 9,3   | 8,7   | 18,7  | 4,9   | 8,0   | 3,8   | 2,6   |
| <b>2. Préstamos</b>              | 17,8  | 19,7  | 27,2  | 13,2  | 5,4   | 0,6   | 2,4   |
| <b>a. Multilaterales</b>         | 11,9  | 10,4  | 19,2  | 8,6   | 2,9   | 1,3   | 2,1   |
| <b>b. Bilaterales</b>            | 5,9   | 9,3   | 8,1   | 4,6   | 2,5   | -0,8  | 0,3   |
| <b>3. FMI</b>                    | -3,4  | -3,3  | -2,0  | 2,4   | -1,8  | -2,2  | -0,8  |
| <b>D. Deuda privada</b>          | 43,7  | 34,0  | -28,1 | 22,7  | 16,2  | 18,1  | 5,5   |
| <b>1. Créditos bancarios</b>     | 36,6  | 30,6  | -28,9 | 23,1  | 19,3  | 21,1  | 7,3   |
| <b>a. Largo plazo</b>            | 19,5  | 15,4  | -49,6 | 4,6   | 3,4   | 6,2   | -2,2  |
| <b>b. Corto plazo</b>            | 17,1  | 15,2  | 20,7  | 18,5  | 15,9  | 14,9  | 9,5   |
| <b>2. Otros créditos</b>         | 7,1   | 3,5   | 0,8   | -0,4  | -3,1  | -3,0  | -1,8  |
| <b>Total</b>                     | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

Fuente: Cepal (1996: 25).

bonos como en acciones. Esto último ocurrió principalmente en tres países: Argentina, México y Brasil, quienes han tenido mayor presencia en los mercados internacionales de capitales mediante la emisión de bonos, que se convirtió así, en una nueva fuente de financiamiento externo.

**La relación directa entre ingresos de capitales y crecimiento de la región es clara.** Entre 1976 y 1982, América Latina creció en promedio 4% anual y el ingreso neto de capitales representó el 5% del PBI. Entre 1982 y 1990, la región creció solo 1,8% (promedio anual) y el ingreso neto de capitales fue menor que 1% del PBI. Finalmente, entre 1991 y 1994, el crecimiento promedio anual fue de 3,5% y el ingreso de capitales representó 6% del PBI.

El Perú tampoco ha estado alejado de esta tendencia. Mientras que en el período 1970-90 ingresaron, en términos netos, 650 millones de dólares anuales en promedio, entre 1991 y 1998, esa cifra se elevó a 4.100 millones de dólares, es decir, se multiplicó por más de seis (Rojas 1999). El *stock* de inversión extranjera aumentó de 1.135,4 millones de dólares en 1985 a 8.572,6 millones de dólares en 1999<sup>5</sup>. Este ingreso de capitales permitió que el Perú creciera a una tasa de 4,2% como promedio anual en la década de 1990, aunque las mayores tasas se registraron entre 1993 y 1995.

En consecuencia, **el ingreso de capitales privados a las economías emergentes es un fenómeno global, que se ha desarrollado desde inicios de la década de 1990. La salida de los mismos, a partir de 1997 también tuvo las mismas características, a pesar de que inicialmente estuvo localizada en Asia Oriental y Rusia.**

La relación mostrada entre ingresos de capitales y crecimiento económico plantea un desafío, pues la reversión de los mismos genera una evolución cíclica de las economías. Al respecto, Griffith-Jones (2000) sugiere una serie de condiciones previas para que el flujo de capitales produzca un crecimiento sostenible: en primer lugar, la mayoría de capitales debe dirigirse a inversión directa, pues es más estable al tener una naturaleza de largo plazo. En segundo lugar, las inversiones deben ser eficientes, es decir, de alta calidad; en tercer lugar, una alta proporción debe dirigirse al sector transable, para crear en el futuro el superávit comercial necesario que permita repagar la deuda; por último, los acreedores e inversionistas deben estar dispuestos a proveer flujos de capital estables y predecibles. El problema es que, en la práctica, la experiencia de la década de 1990 demuestra que no es sencillo cumplir con estas condiciones.

La **volatilidad** de los capitales está asociada a la composición del ingreso de los mismos. **Los flujos de portafolio y préstamos bancarios de corto plazo son más volátiles, en el sentido de que son de más rápida reversión, con relación a la inversión extranjera directa.** Por ejemplo, la información presentada en los cuadros anteriores muestra que la inversión en portafolio aumentó considerablemente entre 1991 y 1993, patrón que se revirtió en 1994, como consecuencia de la crisis mexi-

5 En términos relativos al tamaño del PBI, entre 1991 y 1994, el Perú fue el principal receptor de capitales (13% del PBI), seguido por México (8%) y por Argentina (4.5%). En términos absolutos, entre 1991 y 1994, México recibió el 45% del ingreso total de capitales a América Latina y Argentina el 18%. En consecuencia, estos dos países explicaron más del 60% del ingreso de capitales a la región en el período mencionado.

cana. Mientras tanto, la inversión extranjera directa (IED) se mantuvo estable. En cuanto al destino de la IED, los principales receptores han sido Brasil, México y Argentina, seguidos por Chile, Colombia, Venezuela y Perú<sup>6</sup>.

Los tres mecanismos a través de los cuales ingresa la IED son la adquisición de activos privados, la privatización de activos públicos y la inversión en nuevos activos. En los primeros años de la década de 1990, el principal destino de la IED fue la privatización de empresas públicas. En el Perú, a fines de la década de 1980 existían 210 empresas públicas, que producían en conjunto el 15% del PBI, el 28% de las exportaciones y el 26% de las importaciones. En el período 1985-89, las empresas estatales generaron pérdidas acumuladas de US\$ 1.700 millones, equivalente a un déficit fiscal promedio anual de 2% del PBI. Durante la década de 1990, se transfirieron al sector privado más de 160 empresas y activos estatales, lo que generó ingresos para el Estado por US\$ 8.700 millones y compromisos de inversión por US\$ 7.100 millones. En el cuadro 2.7 se presenta la evolución de la inversión extranjera en el Perú por tipos de inversión, siendo notorios dos aspectos: la volatilidad de la inversión en portafolio y la declinación de los ingresos por privatizaciones en la segunda parte de la década.

Cabe resaltar que hasta antes de 1989, América Latina tenía un acceso muy restringido al **mercado internacional de bonos**. De ahí en adelante esta fuente de financiamiento externo ha cobrado importancia. La emisión internacional de bonos creció de US\$ 2,8 miles de millones de dólares a un pico de US\$ 54,4 miles de millones en 1997, para luego disminuir en 1998. Los países más activos han sido México, Brasil y Argentina, seguidos por Venezuela, Chile y Colombia. Por el lado de los **préstamos bancarios**<sup>7</sup>, su importancia dentro del total de inlfujos de capitales hacia América Latina fue menor en la década de 1990, comparada con la de 1970. A pesar de ello, de un total de US\$ 187,5 miles de millones en 1993 creció a US\$ 212,2 miles de millones en 1995, a US\$ 242,4 miles de millones en 1996 y a US\$ 295,7 miles de millones en diciembre de 1998 (Griffith-Jones 2000). Resulta revelante remarcar que los préstamos bancarios no se interrumpieron, ni con la crisis mexicana ni con la asiática. Ello ocurriría solo con la crisis rusa (setiembre 1998), que determinó, en gran medida, la contracción de las economías de la región a fines de la década.

6 En 1997, Brasil recibió el 30% de la IED, México el 19%, Argentina el 10%; en ese mismo año, Chile, Colombia, Venezuela y Perú recibieron juntos el 10% del total.

7 Los préstamos bancarios externos pueden tener tres destinos: instituciones privadas no bancarias, bancos residentes o sector público.

**Cuadro 2.7**  
**Perú: cuenta financiera del sector privado**  
 (en millones de dólares)

|                                   | 1990 | 1991 | 1992 | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|-----------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>1. IED sin privatización</b>   | 41   | -7   | 144  | 519   | 867   | 1.501 | 1.554 | 1.552 | 1.820 | 1.750 |
| <b>2. Préstamos largo plazo</b>   | 12   | 118  | 100  | 312   | 183   | 341   | 657   | 449   | 423   | 388   |
| <b>3. Inversión de cartera</b>    | -7   | 28   | -17  | 222   | 516   | 177   | 197   | 317   | -343  | -316  |
| <b>-Acciones</b>                  | -7   | 28   | -17  | 215   | 433   | 185   | 205   | 67    | -492  | -291  |
| <b>-Bonos</b>                     | 0    | 0    | 0    | 6     | 83    | -8    | -8    | 250   | 148   | -25   |
| <b>Subtotal sin privatización</b> | 47   | 139  | 228  | 1.052 | 1.565 | 2.018 | 2.408 | 2.318 | 1.899 | 1.822 |
| <b>4. IED por privatización</b>   | 0    | 0    | 6    | 168   | 2.241 | 547   | 1.688 | 145   | 60    | 219   |
| <b>TOTAL</b>                      | 47   | 139  | 234  | 1.220 | 3.806 | 2.565 | 4.096 | 2.463 | 1.959 | 2.041 |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2000: 198).

Del total de los préstamos bancarios, la proporción de deudas de corto plazo aumentó de 37% en 1991 a 55% en 1998; a manera de comparación, en Asia Oriental, el porcentaje promedio entre 1992 y 1997 fue de 60%.

En síntesis, toda la evidencia muestra que las economías emergentes recibieron un fuerte ingreso de capitales desde inicios de la década de 1990. A excepción de la inversión extranjera directa, los demás tipos de inlfujos de capital fueron volátiles y fluctuantes. **¿Qué determinó el retorno de los capitales en la década de 1990?** En la discusión de las razones de esta tendencia destacan dos causas: la mejoría en las condiciones de las economías emergentes (los denominados *pull factors*) y factores originados en los países de los cuales provinieron los flujos de capital (*push factors*). Antes de ello, conviene mostrar en términos formales, las tendencias mostradas, que pueden conceptualizarse a partir de la siguiente ecuación:

$$\text{Int} = \text{int}^* + \text{E}(\text{dep}) + \text{rp}$$

Donde: Int. = tasa de interés doméstica

Int\* = tasa de interés externa

E(dep) = tasa esperada de depreciación de la moneda nacional

Rp = riesgo país<sup>8</sup>

La ecuación significa que, en ausencia de controles de capitales, el ingreso de capitales se origina en el hecho de que la tasa de interés doméstica **debe exceder** a la tasa de interés internacional por un margen que sea lo suficientemente grande para compensar la depreciación esperada del país receptor y el riesgo país. Esta condición prevaleció en América Latina desde finales de la década de 1980. Las tasas de interés domésticas se mantuvieron altas debido a las políticas monetarias restrictivas, implementadas para enfrentar los problemas inflacionarios previos; entre 1992 y 1993, las tasas de interés de Estados Unidos experimentaron los niveles más bajos de los treinta años previos. Además, en la medida que los países salían del problema de la deuda, el riesgo país se redujo y las expectativas de un movimiento cambiario pasaron de una depreciación (aumento) a una apreciación (disminución). En la segunda parte de la década de 1990, la situación se invirtió, especialmente por los dos últimos componen-

8 La definición y evolución del riesgo país para América Latina se describe con detalle en el capítulo ocho.

tes de la derecha de la ecuación. A continuación se analizan ambos grupos de factores.

### **2.1. La atracción de las economías emergentes: los *Pull Factors***

Desde mediados de la década de 1980, las economías emergentes alteraron su patrón de desarrollo. De un modelo basado en la protección del mercado doméstico y en una fuerte presencia estatal en la economía, transitaron a uno basado en el libre mercado, que tenía como objetivo modernizar las economías, hacerlas más competitivas, orientarlas hacia el exterior y redefinir el papel para el Estado. De ahí en adelante, la inversión privada se convertiría en la fuente principal del crecimiento y el Estado dejaría su función de productor de bienes y servicios para convertirse en regulador de la competencia; para ello, aseguraría la estabilidad jurídica y las reglas de juego y concentraría sus esfuerzos en las áreas sociales. Este cambio se lograría a través de la puesta en marcha de una serie de **reformas estructurales**, entre las cuales destacaban la liberalización comercial y financiera de las economías, las reformas tributarias, laborales y la adhesión al libre mercado como asignador de recursos y, por ende, como determinante de los precios.

En América Latina, país tras país inició este camino. Bolivia y Chile en 1985 fueron los llamados reformistas tempranos. Luego seguirían El Salvador, Guatemala y México (1988), Venezuela (1989), República Dominicana, Honduras y Perú (1990), Argentina, Colombia, Nicaragua y Uruguay (1991), Ecuador y Guyana (1992), Brasil (1994) y Haití (1995)<sup>9</sup>.

Los programas de estabilización y reformas estructurales ocasionaron una mejoría notable en los fundamentos económicos de las economías emergentes. Las medidas orientadas a reducir la inflación, a recuperar el control monetario por parte de los bancos centrales y a cerrar los déficit fiscales fueron las primeras señales positivas no solo en cuanto al logro mismo, sino en un aspecto que resultó más importante: el deseo explícito de mantener las variables macroeconómicas bajo control, mediante estrictas políticas monetarias y fiscales. Si a ello se le agrega la tendencia a la liberalización y apertura de los mercados se completa un cuadro que se convirtió en un imán para los capitales externos, ávidos de encontrar países

9 Un análisis sugerente de los efectos de las reformas en el crecimiento y de lo que hubiera ocurrido de no haberse puesto en marcha las mismas ha sido desarrollado por Lora y Barrera (1999).

donde se pudieran desarrollar proyectos cuyas tasas de retorno fueran mayores que aquellas que podían obtener en sus países de origen. La apertura, tanto comercial como financiera, levantaba los obstáculos para el ingreso de capitales externos. Por ejemplo, entre 1991 y 1994, la proporción de mercados emergentes en los cuales los no residentes tenían libre entrada a los mercados bursátiles aumentó de 25% a 55%.

Un factor previo fue la reestructuración de las deudas con los acreedores privados, al interior del Plan Brady. Ello supuso el arreglo del problema de la deuda originado en 1982 y comentado líneas atrás. En la medida en que no todos los países son iguales, existe evidencia empírica de que los flujos iniciales de capitales se dirigieron a aquellos países con fundamentos económicos más sólidos (Mussa y Richards 1999). Dicho de otro modo, las condiciones internas a inicios de la década de 1990 elevaron la probabilidad de que los países emergentes pudieran cumplir con sus compromisos futuros de deuda.

De esta manera, los países emergentes se convirtieron en **buenos prospectos**, lo que redujo el riesgo país, aspecto asociado a las reformas a favor del libre mercado. La puesta en marcha de políticas que aumentaron la credibilidad de las tasas de retorno de las inversiones, desató una **fiebre por los mercados emergentes** (Henderson 1998).

## 2.2. Los factores externos: los *Push Factors*

Si bien es cierto que las reformas estructurales en los países receptores de capital desempeñaron un papel preponderante en la atracción de los mismos, también lo es el hecho de que hubo factores externos que **empujaron** a los capitales desde los países de origen hacia las economías emergentes. Entre ellos destacan los siguientes:

- Caída de la tasa de interés de corto plazo de los Estados Unidos. Entre 1990 y 1991 se redujeron a los niveles más bajos desde 1960. Este hecho disminuyó el servicio de la deuda externa de las economías emergentes, dado que una parte importante del mismo se había concertado a tasas de interés variables. En consecuencia, mejoró la solvencia de los deudores, atrajo capital al mundo emergente (dado el diferencial en tasas de interés) e incentivó a que los agentes domésticos incrementarán sus niveles de endeudamiento. Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) demostraron la existencia de una correlación negativa entre las tasas de interés internacionales y el influjo de capitales a América Latina.



- La recesión en los países industrializados de inicios de la década de 1990 llevó a que los inversionistas buscaran otras plazas donde colocar su capital y así obtener mayores retornos (Gavín, Hausmann y Leiderman 1995).
- Los cambios en la cuenta de capitales privados de la balanza de pagos de Estados Unidos. Durante los períodos de afluencia de capital (1978-82 e inicios de la década de 1990), la cuenta de capitales privados de los Estados Unidos fue negativa. Inclusive en 1991 esta cuenta registró la primera salida neta de capitales después de ocho años. Esta tendencia está asociada con los superávits de las cuentas de capitales de las balanzas de pagos de los países de América Latina. En 1991, el 60% de los ingresos de capital a la región se asoció con incrementos en la salida neta de capitales de Estados Unidos hacia América Latina (Calvo, Leiderman y Reinhart 1993).
- Los cambios en la estructura regulatoria del mercado de capitales de los países industrializados en 1990, que redujeron los costos de transacción y facilitaron el acceso a este mercado, por parte de agentes privados de las economías emergentes (Mussa 2000). Dicho de otro modo, fue más simple captar fondos externos por parte de agentes privados.
- La búsqueda de una mayor diversificación del riesgo por parte de los inversionistas de los países industrializados los llevó a observar el mundo emergente. Desde luego, esta es una consecuencia de la apertura de todas las economías y de los avances tecnológicos en el uso de instrumentos financieros más sofisticados.

### **3. La liberalización financiera**

En la última década, como se ha visto en los cuadros anteriores, hubo un crecimiento explosivo de las transacciones financieras internacionales y de los flujos de capital. El flujo neto de capitales privados dirigidos hacia las economías en desarrollo aumentó de 50 mil millones de dólares anuales entre 1987 y 1989 a 150 mil millones entre 1995 y 1997. Del total de la inversión interna, en 1990 los flujos privados de capital provenientes del exterior representaban solo el 3% del total, mientras que en 1996 la cifra se elevó a 20%. Esta evolución denota un rápido crecimiento de los flujos internacionales de capital privado, originado en la apertura de las economías hacia el exterior. Los avances tecnológicos, como por ejemplo el uso

extendido de Internet, sin lugar a dudas han desempeñado un papel preponderante en esta evolución.

La **liberalización del mercado de capitales** se define como la reducción de las barreras, tanto al ingreso como a la salida de capitales, para que estos se muevan con libertad de un país a otro sin controles ni restricciones. Por el lado de los beneficios, ello ha contribuido a elevar los niveles de inversión y rápido crecimiento, al levantarse la restricción de recursos. Sin embargo, no está exento de costos, pues **la volatilidad de los capitales**, que se mueven por una economía mundial con cada vez menores restricciones, se ha asociado con las crisis financieras internacionales, pues algunos tipos de capital son fácilmente reversibles, interrumpiéndose así el proceso de crecimiento. Ello permite conjeturar que **los mercados internacionales de capitales son inherentemente inestables**; ante ello, algunos países, como Chile y Colombia, colocaron restricciones al ingreso de ciertos tipos de capital.

Los flujos de capital se contabilizan en la cuenta de capitales (también llamada cuenta financiera) de la balanza de pagos de un país. La teoría económica sostiene que la movilidad internacional de capitales permite que los países con bajos niveles de ahorro atraigan financiamiento para inversiones internas en proyectos productivos; **se endeudan hoy para pagar mañana**. El tema de fondo radica en analizar si el libre movimiento de capitales resulta en una eficiente asignación de recursos, asunto vinculado con las características de los mercados financieros.

Los ingresos de capitales son equivalentes a la suma del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos (brecha externa) más la acumulación de reservas internacionales. Esta identidad significa que en el período de ingreso de capitales, aumenta el déficit en la cuenta corriente (los capitales externos están financiando el exceso de gasto) y/o aumentan las reservas internacionales, pues las autoridades monetarias intentan **esterilizar** el incremento de liquidez en dólares, a través de la compra de dicha moneda. Esta medida aumenta las reservas y evita así una caída mayor del tipo de cambio nominal. De manera análoga, cuando el país pasa a la segunda etapa, la salida de capitales origina efectos contrarios: por un lado, se reduce el déficit en cuenta corriente, lo que significa que la economía tiene que ajustarse, no solo porque ya no ingresan capitales, sino porque tiene que generar un superávit en cuenta corriente para poder pagar las deudas anteriores; en simultáneo, la autoridad monetaria comienza a utilizar las reservas para intentar compensar la salida de capitales y evitar un incremento abrupto del tipo de cambio.

Durante los episodios de ingresos de capitales, la respuesta de las autoridades monetarias del país receptor de capitales plantea dos casos polares:

- a. Puede optar por no intervenir en el mercado cambiario, de modo que el ingreso de capitales financie todo el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En este caso, no existe asociación alguna entre ingreso de capitales y aumento de las reservas. Por lo general esta posibilidad ocurre cuando el país tiene un régimen cambiario flotante; el tipo de cambio es la variable de ajuste, pues disminuye ante el ingreso de capitales y aumenta con la salida de los mismos.
- b. Puede comprar todos los dólares que ingresan del exterior, de modo que el ingreso de capitales es igual al aumento de las reservas. En este caso extremo, el país opera con un régimen cambiario fijo, siempre y cuando no exista esterilización o esta sea incompleta. La brecha entre el ahorro y la inversión interna no cambia (ver capítulo primero para aclarar la relación entre las variables mencionadas).

En la práctica, los dos casos polares no se han producido. Los incrementos observados en los ingresos de capitales han cubierto parte del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países receptores y otra parte se ha dirigido a un aumento de las reservas<sup>10</sup>. Por ejemplo, en América Latina, ingresaron capitales por US\$ 24 mil millones en 1990 y US\$ 40 mil millones en 1991. En 1990, de ese monto, el 63% se dirigió a un incremento en reservas (lo que demuestra la intervención de la autoridad monetaria en el mercado cambiario), mientras que el 37% financió el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Estos destinos cambiaron hacia 1991, pues en ese año, el 51% de los ingresos de capital financió la brecha externa.

La dimensión y efectos globales de estos cambios en la dirección de los capitales eran difíciles de concebir hasta 1970. La razón radicaba en que la mayoría de países operaba bajo un modelo de crecimiento hacia adentro, dentro del cual los sistemas financieros domésticos funcionaban bajo amplias restricciones gubernamentales. Esto no significó que no ocu-

10 En los casos intermedios, la respuesta de la autoridad monetaria dependerá de varios factores. El grado de intervención, en general, será una función del nivel de reservas que la autoridad considera óptimo (Gavin, Hausmann y Leiderman 1995).

rieran crisis financieras, sino que entre 1945 y 1970, sus efectos tendían a ser muy localizados. Sin embargo, a partir de la década de 1970, las crisis financieras regionales se tornaron más frecuentes, así como el impacto interno (positivo o negativo) del desarrollo del mercado mundial de capitales.

Las ventajas potenciales de un sistema financiero mundial más integrado son variadas. En primer lugar, un país que atraviesa por una recesión temporal o un desastre natural puede pedir préstamos del exterior. En segundo lugar, los países en desarrollo con un bajo nivel de capital pueden endeudarse para financiar inversiones productivas; así promueven el crecimiento económico, sin necesidad de aumentos significativos en el nivel de ahorro interno. En tercer lugar, el mercado internacional de capitales **disciplina** a los diseñadores de política económica interna, pues intentarán mantener atractivo el país; para ello, evitan déficit fiscales, regulan adecuadamente el sistema bancario interno, etc.

En el ámbito macroeconómico, dada la libre movilidad de capitales, **la elección del régimen cambiario es clave**. La apertura de las economías impide que las autoridades económicas de un país puedan, en forma simultánea, determinar el tipo de cambio y usar la política monetaria como herramienta para lograr otros objetivos económicos (Obstfeld 1998). Este hecho está vinculado con la denominada **trinidad inconsistente**. Un principio básico del manejo de una macroeconomía abierta es que solo se pueden lograr dos de los siguientes objetivos en forma simultánea: un tipo de cambio fijo, libre movilidad de capitales y una política monetaria independiente. Es posible lograr dos de ellos, pero el intento de hacerlo con los tres, resulta inevitablemente en una crisis cambiaria (Wyplosz 1998: 4).

La movilidad de capitales implica que las tasas de interés sean determinadas por condiciones financieras que están fuera del alcance de las autoridades monetarias domésticas, como la tasa de interés internacional y las expectativas del mercado sobre la trayectoria futura del tipo de cambio. Un tipo de cambio fijo implica que el banco central tenga que comprar o vender moneda extranjera en cantidades ilimitadas, por lo que la política monetaria deja de ser independiente. Para poder recuperarla, el país puede abandonar el tipo de cambio fijo o retomar el control sobre sus tasas internas de interés, mediante una restricción del ingreso de capitales. Al liberalizar el ingreso de capitales, el país puede controlar el tipo de cambio, pero a costa de perder independencia en su política monetaria. Estos principios fueron violados por México en 1994, así como por Asia Oriental en 1997. El hecho de pretender lograr los tres objetivos al mismo tiempo desencadenó las crisis, que son materia de los capítulos posteriores.

#### **4. El funcionamiento de los mercados financieros: la información asimétrica**

Además de la trinidad inconsistente, los sistemas financieros distan de funcionar a la perfección. En principio, un sistema financiero cumple una función trascendental en una economía, pues canaliza fondos de los ahorristas (sean internos o externos) a los inversionistas. A menos que el sistema financiero cumpla su función de manera adecuada, la economía no podrá funcionar con eficiencia, lo que afecta de modo negativo el crecimiento económico del país. Esta función implica que el sistema tenga la capacidad de evaluar qué proyectos de inversión son más rentables, de modo que se asegure la **calidad de la inversión**.

Sin embargo, un impedimento que está detrás de las crisis ocurridas, y que obstaculiza el funcionamiento eficiente de los mercados financieros es la **información asimétrica**<sup>11</sup>. Este concepto implica que en una operación financiera, una parte de la transacción tiene menor información que la otra. Por ejemplo, cuando un deudor potencial pide un préstamo, por lo general tiene mejor información sobre los retornos y riesgos asociados al proyecto de inversión, con relación al prestamista. Esta asimetría de información genera tres problemas: la selección adversa, el riesgo moral (Mishkin 1996) y el comportamiento en manada (*herd behavior*). Cada uno de ellos tiene el suficiente potencial como para llevar a ineficiencias e inestabilidades en los mercados financieros, aunque no necesariamente a una crisis. Sin embargo, se trata de elementos que contribuyen con la misma.

##### **4.1. Selección adversa**

La selección adversa ocurre **antes** de que se lleve a cabo la transacción financiera y origina que los deudores con proyectos de baja calidad y más riesgosos sean los que más busquen obtener un crédito. Los prestamistas no tienen información completa sobre la real capacidad de repago de los deudores. Este problema de discriminación entre potenciales buenos y malos deudores, origina que buenos proyectos no sean atendidos por el sistema financiero. La razón es simple. Los prestamistas colocan dinero a una tasa de interés que refleja la calidad promedio de los deudores. Sin

11 La información asimétrica caracteriza a muchos mercados; sin embargo, algunos economistas sostienen que el problema se manifiesta de manera más marcada en los mercados financieros.

embargo, esa tasa de interés, al ser un promedio, es alta para los buenos deudores y baja para los malos deudores. Los inversionistas de alta calidad saben que la tasa de interés es excesiva, por lo que evitan endeudarse en el mercado. Lo contrario ocurre con los inversionistas cuyos proyectos son de dudosa rentabilidad. En consecuencia, se obtiene un resultado subóptimo, pues se dejan de implementar proyectos productivos con altos retornos y repago seguro. El resultado es la reducción de las posibilidades de crecimiento económico futuro.

En el contexto de los sistemas financieros globales, la selección adversa lleva a una reducción de las líneas de crédito internacionales hacia los países emergentes. Cuando los acreedores privados perciben que los deudores no estarán en condiciones de cumplir con sus obligaciones de deuda, interrumpen en forma abrupta los flujos de crédito. Este tipo de comportamiento ocurrió a raíz de la crisis rusa en setiembre de 1998; los acreedores suspendieron las líneas de crédito interbancarias sin diferenciar a aquellos países con fundamentos económicos sólidos de otros que no los tenían. En términos simples, asumieron la posibilidad de que todos los países declararan una moratoria (como lo había hecho Rusia), dada la dificultad de recoger información individual sobre los países.

#### **4.2. Riesgo moral (*Moral Hazard*)**

El riesgo moral ocurre **después** de que la transacción se ha llevado a cabo. El prestamista enfrenta el riesgo (*hazard*) de que el deudor implemente, con el dinero recibido, actividades que no son deseables (inmorales) desde el punto de vista del prestamista. Dicho de otro modo, se trata de llevar a cabo acciones que reduzcan la probabilidad de que el préstamo no sea repagado a tiempo y en las condiciones pactadas. El deudor tiene el incentivo para invertir en proyectos de alto riesgo, en los cuales obtiene el beneficio si el proyecto tiene éxito, pero el prestamista asume el costo si el proyecto falla. De ahí que el riesgo moral ocurra cuando una parte de la transacción tiene la capacidad de trasladar los costos a la otra parte. El conflicto de intereses entre el prestamista y el deudor origina que muchos prestamistas decidan reducir el volumen de préstamos, de modo que la inversión se ubica en niveles subóptimos.

En consecuencia, la información asimétrica lleva a que el acreedor no tenga la capacidad de observar si el deudor invierte en un proyecto seguro o riesgoso; más aun, si el deudor está protegido por una garantía de algún tipo, el resultado será el aumento de la inversión en proyectos muy riesgosos.

En los mercados financieros internacionales, la existencia de un prestamista de última instancia puede acentuar el problema del riesgo moral. Si los acreedores y los deudores saben que el gobierno actuará como un prestamista de última instancia, serán menos cuidadosos tanto en los préstamos (por el lado del acreedor), como en el uso de los mismos (desde el punto de vista del deudor). Después de todo, ambos pensarán que las autoridades gubernamentales no permitirán una quiebra masiva y estarán dispuestas a implementar programas de rescate. Esto significa que el problema del riesgo moral puede aparecer inclusive bajo condiciones de información simétrica. La percepción de que existe una garantía, sea implícita o explícita, altera el comportamiento de los inversionistas, quienes sobreinvierten y se endeudan en demasía. Este es un factor que habría estado detrás de la crisis de Asia Oriental.

### 4.3. El comportamiento en manada (*Head Behavior*)

El comportamiento en manada aparece cuando los agentes económicos (por ejemplo, los acreedores privados externos de un país) imitan el comportamiento de otros agentes, que presumen estar mejor informados sobre la probabilidad de que una institución financiera (que podría ser un banco) se encuentre en dificultades o, en un nivel más general, de la situación de una economía específica. Aquí el problema es de **acción colectiva** de todos los acreedores. El punto de partida puede ser un simple rumor que se materializa en el hecho de que un acreedor considerado por los demás como importante (en el sentido de que maneja un volumen mayor de información), decide retirar sus fondos sea de una institución financiera o de un país. Entonces, los demás hacen lo mismo. Es interesante notar que lo que es racional en el ámbito individual (retirar los fondos) es irracional desde el punto de vista colectivo, pues así el problema original no amerite un retiro de los fondos, basta que alguien lo haga, para que los demás, de manera racional, procedan de la misma manera. Si solo uno decide retirar sus fondos, la institución financiera no tendría problemas, pero si todos lo hacen en forma simultánea, es posible el estallido de una crisis. Por lo tanto, el origen se encuentra en un problema de información asimétrica.

De esta manera, el comportamiento en manada es un tipo de distorsión en una economía, en el sentido de que las acciones de algunos individuos producen una externalidad. Como se ha visto en el párrafo precedente, esto tiene implicancias para explicar la ocurrencia de una crisis. En primer lugar, las acciones de un número limitado de agentes económicos produce

un efecto adverso, pero solo limitado, en una economía. Pero la misma acción tomada por un gran número de agentes puede causar un daño mayor. Por ejemplo, si la mayoría de ellos opta por un ataque especulativo, es decir, compra una gran cantidad de moneda extranjera, entonces el banco central agota sus reservas produciéndose, como se verá en el capítulo siguiente, una crisis cambiaria. En segundo lugar, las acciones masivas pueden dañar una economía, aunque ello sea racional desde el punto de vista del inversionista individual. Entonces, el comportamiento en manada tiene su origen en el intento de algunos inversionistas de copiar el comportamiento de otros.

Bickchandani y Sharma (2000) hacen una distinción entre comportamiento espurio (*spurious herding*) e intencional (*intentional herding*). El primero de ellos puede llevar a un resultado eficiente. Por ejemplo, si se eleva la tasa de interés bancaria resulta menos atractivo invertir en acciones; en esas circunstancias, todos los inversionistas reducirán sus tenencias de acciones, pero el comportamiento de uno de ellos no es una respuesta a lo que hacen los demás, sino que todos reaccionan de manera igual ante una información pública que es conocida por todos. En este caso, no hay una imitación de los comportamientos. Este último es definido a partir de los problemas de información asimétrica descrito en los dos párrafos precedentes, y esta es la acepción del término que está vinculada de manera más estrecha con las crisis financieras.

## **5. Los riesgos de los actores en los mercados financieros internos y externos**

### **5.1. El sistema financiero interno**

En los acápite anteriores se han visto las imperfecciones de los mercados financieros, que ocurren tanto al interior del país (sistemas financieros nacionales) como en el ámbito internacional. El uso de los mercados internacionales de capitales le agrega riesgos macroeconómicos adicionales a los sistemas internos. Para comprender esta idea es conveniente partir del análisis del comportamiento de un sistema financiero interno, para luego sumarle los efectos de la inserción en los mercados financieros internacionales.

Como punto de partida, suponga una economía compuesta por un gran número de empresarios. Cada uno de ellos está interesado en endeu-



darse con la finalidad de invertir. El sistema financiero tiene los recursos suficientes, provenientes de los ahorristas, y desea colocar el dinero, bajo la presunción de que los retornos de los proyectos futuros permitirán que los empresarios repaguen el préstamo. El papel del sistema financiero consiste en movilizar el ahorro de los prestamistas potenciales y asignar esos recursos, con criterios de eficiencia entre los diversos proyectos de inversión de los empresarios. Si además se asume que los mercados son competitivos, la obtención de la información no es costosa y pueden suscribirse contratos entre ambas partes que cubran todas las contingencias, ¿cómo funcionaría el sistema en esta **economía ideal**?

El sistema financiero canalizaría los recursos a una tasa de interés libre de riesgo. Cada empresario se endeudaría, mediante la firma de un contrato que especifique el repago del préstamo a una tasa de interés que cubra todas las posibles contingencias. Como los prestamistas compiten entre sí para colocar el dinero, las tasas de interés disminuirían, con el consiguiente impacto positivo en la inversión y, por ende, en el crecimiento futuro. Esta idealización está lejos de la realidad, pues existen barreras al ingreso al sistema financiero y la información no solo es costosa, sino que no todos tienen acceso a ella; todo esto es adicional a los problemas inherentes al cumplimiento de los contratos.

Como se ha visto líneas atrás, en el mundo real las asimetrías de información originan que aparezca, desde el punto de vista del prestamista, **el riesgo de no pago**, que puede reducirse, pero no eliminarse. Este hecho genera una serie de consecuencias para que funcione el **sistema ideal** reseñado en el párrafo precedente. Las principales son las siguientes:

- Como el prestamista está expuesto al riesgo de no pago (*default risk*), tendrá que cargar una tasa de interés alta, de modo que compense el mayor riesgo asumido. Por lo tanto, la tasa de interés será mayor que en el escenario ideal o hipotético.
- Como el prestamista deseará conocer la magnitud del riesgo, estará forzado a obtener información sobre el deudor potencial; además, si la obtención de información es costosa, esto determinará una tasa de interés aun mayor. De este modo, la tasa de interés tendrá dos componentes: el costo de los fondos más una **prima de riesgo**, que la asumirá el deudor, para que el prestamista pueda aceptar el riesgo. Más aun, la tasa de interés será mayor comparada con aquella que existiría si la información fuera simétrica. En consecuencia, el volu-

men de préstamos será, en términos relativos, menor en comparación con el existente si es que no existiera información asimétrica.

- La información asimétrica originará una ineficiente asignación de recursos y una elevada tasa de interés. Esta idea puede ilustrarse con un ejemplo<sup>12</sup>: si se toma como punto de partida el ejemplo idealizado, supongamos que existen dos tipos de empresarios, uno que representa un alto riesgo de repago y otro de bajo riesgo. Los empresarios de alto riesgo producirán US\$ 13 dólares de producto o US\$ 0 dólares, ambas opciones con igual probabilidad. El empresario de bajo riesgo producirá con certeza US\$ 7 dólares de producto. El **retorno esperado** de los empresarios de alto riesgo es de  $13(0,5) + 0(0,5) = 6,5$ . En el caso del empresario de menor riesgo, el retorno esperado será igual que  $(7)(1) = 7$ , de modo que este último tiene un mayor retorno esperado. Asumamos que ambos tipos de empresarios desean endeudarse por un valor de US\$ 6 dólares. En este ejemplo, **el empresario sabe en qué grupo está, pero el prestamista no**. Finalmente, supóngase que los empresarios están cubiertos de modo que si no pagan, el prestamista obtiene todo el valor del producto; además, la tasa de interés libre de riesgo es de 10%, de modo que los prestamistas solo otorgan préstamos si el **valor esperado** es de por lo menos US\$ 6,60 (el monto prestado más la tasa libre de riesgo). Para evitar el riesgo de no pago, el prestamista exigirá un pago de por lo menos US\$ 8,80 dólares (este último cálculo se deja al lector) para prestar US\$ 6 dólares.

Como el deudor de bajo riesgo solo producirá con certeza US\$ 7 dólares, no podrá pagar el préstamo y, por ende, no será sujeto de crédito en el mercado financiero. Entonces el prestamista demandará un repago de al menos US\$ 13,20 para hacer un préstamo de US\$ 6 dólares, pues sabe que solo les prestará a los deudores de alto riesgo, que tienen una probabilidad de 50% de no pago. Pero, bajo esas circunstancias, estos últimos tampoco podrán pagar (pues su retorno esperado es de US\$ 6,5 dólares).

El resultado será que el sistema financiero no cumplirá su función de prestamista y el sector empresarial no tendrá acceso al crédito. Si hubiera existido información simétrica, solo habrían quedado excluidos los deudores de alto riesgo, pues, como se ha visto, su retorno esperado era de US\$ 6,50 dólares, de modo que no hubiera alcanzado para pagar la tasa de

12 Este ejemplo ha sido adaptado de Hermalin y Rose (1999: 6-7).

interés de 10%, libre de riesgo. Los deudores de bajo riesgo sí hubieran podido hacerlo, pues obtenían con certeza US\$ 7 dólares. En consecuencia, **la información asimétrica no solo lleva a altas tasas de interés, sino también a una ineficiente asignación de recursos.**

Con el ejemplo anterior se entienden las razones por las cuales, tanto deudores como prestamistas toman medidas para mitigar alguno de los problemas originados por la información asimétrica. Por ejemplo, los prestamistas pueden monitorear a los deudores, demandar garantías, desarrollar métodos para distinguir entre tipos de deudores, etc., que reducen la tasa de interés con relación a la que regiría en una situación de **información asimétrica pura**. Por su lado, los deudores también pueden tomar medidas con el mismo objetivo, pues es de su interés no solo lograr el préstamo, sino también obtener una tasa de interés menor. Un ejemplo es el ofrecimiento de garantías, aunque ello no necesariamente determina la reducción del costo de endeudamiento, pues la señal dada por el deudor debe ser de tal magnitud que convenza al prestamista de que no es un deudor riesgoso. Esto incrementa los costos para el deudor potencial, lo que resulta en un menor monto prestado por el sistema, reduciéndose aun más el tamaño del mercado financiero.

Hasta aquí, pueden extraerse **dos conclusiones**: por un lado, los deudores tienen que pagar una prima adicional a la tasa de interés, para compensar al prestamista por el riesgo de no pago. Por otro lado, los inversionistas se endeudarán menos en comparación al monto que obtendrían en un contexto de información simétrica. Así, el tamaño y escala del sistema financiero será menor que las dimensiones que tendría en ausencia de estos problemas. Las decisiones de inversión dependerán de la situación financiera de los empresarios, quienes en un inicio utilizarán fondos propios y solo recurrirán al mercado financiero cuando sea necesario.

El análisis precedente muestra **la necesidad de implementar políticas en el sector financiero**, de modo que se reduzcan los costos de intermediación y el sistema financiero cumpla de mejor manera su papel fundamental: canalizar recursos de los ahorristas a los inversionistas de manera eficiente y en las magnitudes adecuadas. Al inicio de este capítulo se puso énfasis en el hecho de que una economía necesita invertir para crecer; de ahí la importancia de mejorar el funcionamiento del sistema. Habría que agregarle a este argumento que cualquier pérdida de confianza en el sistema financiero puede originar una **corrida bancaria** y, por lo tanto, una contracción de los préstamos, frenándose en ese momento el crecimiento económico.

De ahí que los gobiernos implementen una serie de políticas de fortalecimiento del sistema financiero, como los seguros de depósito (el ahorrista está protegido hasta por un monto determinado en caso de que el banco quiebre), los requerimientos de reservas, los requerimientos de capital, la supervisión directa y permanente del sistema y la posibilidad de actuar como prestamista de última instancia a los bancos, en caso estos se encuentren en una situación coyuntural de iliquidez. El objetivo de estas medidas es la reducción de los riesgos, tanto para el prestamista como para el ahorrista.

## **5.2. La incorporación del mercado internacional de capitales: ¿incrementa los problemas?**

Las crisis financieras de la década de 1990 han ocurrido en un contexto de economías abiertas al mercado internacional de capitales; por eso es válido preguntarse si el hecho de recurrir a aquellos mercados aumenta más los beneficios que los costos de no hacerlo.

En principio, dados los bajos niveles de ahorro interno, acudir a los mercados internacionales en busca de recursos aparece como una necesidad para sostener altos niveles de inversión y, por ende, de crecimiento. Sin embargo, los problemas fundamentales explicados en el acápite anterior, relacionados con la información asimétrica, se exacerban cuando se incorporan los prestamistas internacionales. Los intermediarios internos tienen mejor información sobre las oportunidades locales de inversión, así como del riesgo de los mismos, con relación a los intermediarios internacionales. Como estos últimos tienen menos información, el problema de la información asimétrica se incrementa. Dicho de otro modo, los intermediarios locales tienen ventajas sobre los externos y compiten entre sí por colocar los recursos. En un nivel teórico, esto originaría que los intermediarios externos tengan menor capacidad de captar una porción importante del mercado interno<sup>13</sup>.

Estas imperfecciones, que están en el centro de los sistemas financieros, no solo son materia de análisis desde un punto de vista microeconómico.

13 Este argumento cobra mayor validez cuando los niveles de ahorro interno son altos. De lo contrario, a pesar de los problemas, recurrir a los mercados financieros internacionales se convierte en una necesidad. Esto ha sido válido para las economías emergentes en la década de 1990, a excepción de los países de Asia Oriental, que contaban con niveles de ahorro interno altos.

En una situación de integración financiera mundial surgen dos aspectos macroeconómicos adicionales. Por un lado, los países pueden optar por una moratoria de su deuda externa (Rusia 1998), por lo que el **riesgo soberano** es tomado en cuenta por los prestamistas internacionales potenciales. Por otro, el flujo de capitales afecta el régimen monetario interno, agregándole algún grado de **inestabilidad monetaria** a los riesgos potenciales asumidos por el deudor.

Supongamos que un individuo tiene una deuda con una institución financiera e incumple sus compromisos de pagos. El acreedor tiene las herramientas no solo para presionar por el pago, sino que, en última instancia, ejecuta las garantías o asume los activos del deudor. En el caso de un país, la situación es diferente, pues no existen los mismos recursos legales para que el país pague sus obligaciones. Este temor a una moratoria del país impide el funcionamiento eficiente del sistema financiero internacional. Pese a ello, los países por lo general cumplen con sus obligaciones con el exterior y la razón estriba en la experiencia adquirida: no pagar significa aislarse y no acceder a nuevas líneas de crédito (o hacerlo a altas tasas de interés), así como un eventual cierre de mercados. Este escenario de aislamiento, que el Perú vivió entre 1985 y 1990, genera más costos que beneficios en términos del bienestar de la sociedad como un todo. La reputación de **buen deudor** posibilita que los países encuentren más sencillo acceder a los mercados de crédito internacionales. De ahí que la evidencia empírica muestre que aquellos países que han optado por una moratoria (como México en 1982 o Rusia en 1998), más temprano que tarde, hayan buscado y encontrado los mecanismos de reinserción.

En lo que respecta a la inestabilidad monetaria, la libre movilidad de capitales restringe el uso de la política monetaria. La relación entre la inestabilidad macroeconómica y la entrada de capitales del exterior puede estudiarse a partir de dos relaciones. Para simplificar, considérese la balanza de pagos de un país:

$$\text{Cuenta corriente} + \text{Flujos netos de capital} = \text{Flujo neto de reservas} \quad (1)$$

Si los flujos netos de capital (la parte de debajo de la balanza de pagos) son mayores que el déficit en la cuenta corriente (la parte de arriba de la balanza de pagos), entonces el país tiene un superávit en balanza de pagos y, por ende, un aumento en el nivel de reservas internacionales. Sin embargo, los flujos de reservas están conectados con la oferta monetaria del siguiente modo:

$$\text{Oferta monetaria} = \text{Reservas internacionales} + \text{Crédito doméstico} \quad (2)$$

En esta ecuación se observa que un aumento en el *stock* de reservas internacionales aumenta la oferta monetaria doméstica. A mayor grado de movilidad de capitales, mayor movimiento en el flujo neto de capitales y mayor impacto en la oferta monetaria interna. Como consecuencia, al ser la oferta monetaria un determinante de la estabilidad macroeconómica, un flujo no deseado de capitales externos (en cualquier dirección) compromete la estabilidad macroeconómica.

Los países emergentes, hasta antes de la crisis asiática, tuvieron un fuerte ingreso de capitales que resultó, como se ha visto, en un aumento en las reservas internacionales, además de un incremento en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. De acuerdo con la ecuación (2), existen dos opciones:

- a. Un incremento de la oferta monetaria, con el consiguiente aumento del PBI, la brecha externa (lo que depende de la propensión marginal a importar de las economías), la inflación y una burbuja especulativa. Esta primera alternativa, como es obvio, resulta en una pérdida del control sobre la oferta monetaria.
- b. Una reducción en forma simultánea del crédito doméstico, de manera que se mantenga constante la oferta monetaria. El mecanismo para lograrlo es la venta de bonos gubernamentales, de modo que se retire el excedente de liquidez originado por el ingreso de capitales. Esta operación, denominada **esterilización de los cambios en las reservas**, genera varios efectos. En primer lugar, la reducción del crédito doméstico aumenta las tasas de interés. En segundo lugar, aumenta la deuda pública, pues la emisión de bonos implica que el gobierno o la autoridad monetaria tengan que repagarlos más adelante. En tercer lugar, se ataca la consecuencia del problema y no la causa, relacionada con las complicaciones macroeconómicas originadas en el ingreso de capitales. De esta manera, la esterilización solo representa una política temporal y, por tanto, de corto plazo<sup>14</sup>.

14 En el caso mexicano de 1994, la emisión de tesobonos es un ejemplo del intento de esterilización del ingreso de capitales. Como se analiza con detalle en el capítulo cuatro, la medida no tuvo éxito.

Más aun, recurrir al mercado financiero internacional significa que los países tienen que repagar sus deudas en el futuro, por lo que el capital que ingresa del exterior debe generar esa capacidad de repago; es decir, no debe financiar un *boom* en el consumo, ni inversiones de dudosa rentabilidad. Por lo tanto, existe una serie de riesgos asociados con el ingreso de capitales por largos períodos de tiempo.

## **6. Soluciones al problema de la información asimétrica**

La existencia de información asimétrica, como característica fundamental de los sistemas financieros, explica la importancia de los bancos como intermediarios financieros, dada su mayor capacidad de reducir los problemas planteados. En un nivel general, el negocio de los bancos es la provisión de liquidez y otros servicios relacionados; como presentan economías de escala, tienen ventajas comparativas y pueden realizar inversiones ilíquidas con relación a las que podrían hacer las empresas y las familias. La escala de operación les permite aceptar depósitos de un número grande de familias, siendo poco probable que todas deseen retirar su dinero al mismo tiempo. Desde luego, en caso ocurriera esto último, el banco enfrentaría problemas de liquidez. Para evitar esta última posibilidad originada, como se ha visto, en los problemas de información asimétrica, se cubren mediante el uso de los siguientes mecanismos:

- El uso de un **colateral** (garantía). En caso de una moratoria, el banco ejecuta la garantía, la vende y cubre una parte importante de las pérdidas. Por ello, la garantía tiene que ser de buena calidad. De esta manera, se reduce de manera sustancial la información asimétrica, pues las garantías reducen la tentación de caer en problemas de riesgo moral.
- A mayor información del deudor, mayor simetría en la información. La información que recogen los bancos del deudor es **privada**, por lo que pueden evitar el problema del *free rider*. Este último aparece cuando personas o empresas que no han pagado por la recopilación de la información, acceden a ella, sin asumir los costos de la misma. El punto es que la información tiene características de un bien público. Los bancos colaboran con la reducción del problema de la selección adversa, pues adquieren la experiencia en la producción de la información, que se ve fortalecida mediante las relaciones de largo plazo que establecen con sus clientes.

- El hecho de contar con mayor información permite un mejor **monitoreo del deudor**, y se reduce de este modo el riesgo moral. Además, este monitoreo se realiza a un costo menor que el que incurriría un individuo que le prestara dinero a otro.
- **Redes de seguridad gubernamentales.** El que los bancos otorguen préstamos privados y con ello reduzcan los problemas originados en las asimetrías de información, crea otra dificultad: los depositantes no tienen la información suficiente sobre la calidad de los préstamos privados otorgados por los bancos. De ahí que si un banco entra en problemas, los ahorristas no puedan distinguir entre buenos y malos bancos y opten por retirar sus depósitos de todo el sistema. En consecuencia, la incertidumbre respecto de la situación real del sistema bancario puede llevar a **corridas bancarias** (comportamiento en manada). Si no se hace algo para restaurar la confianza del público, un pánico bancario puede hacer quebrar tanto a los bancos solventes como a los insolventes, y dejar a los depositantes con grandes pérdidas. Un **seguro de depósito** es un mecanismo mediante el cual el depositante está cubierto hasta cierto límite en caso de una quiebra bancaria. Con él se pretende desincentivar una corrida bancaria. Existe otra forma en que el gobierno puede proveer de una red de seguridad a los depositantes. Los gobiernos pueden **inyectar liquidez** al sistema o a un banco en particular, cuando aparezcan dificultades. Este papel es conocido como el de **prestamista de última instancia**<sup>15</sup>. Sin embargo, esta última función también tiene sus complicaciones, pues aparece un problema de riesgo moral: la existencia del seguro incrementa los incentivos para asumir grandes riesgos, pues **el seguro paga**. La coexistencia de estos problemas plantea un enigma para las instancias encargadas de regular al sistema bancario, pues los bancos más grandes y representativos del sistema saben de antemano que los reguladores no los dejarán quebrar, pues pondrían en riesgo a todo el sistema, al generar una crisis bancaria.
- A pesar de que no existan redes de seguridad gubernamentales, los bancos tienen el incentivo de asumir excesivos riesgos, pues obtendrán grandes beneficios en caso de que el préstamo sea exitoso; pero si fallan, quien pierde es el depositante. Como se ha visto, los depositantes no pueden disciplinar a los bancos, pues no tienen acceso a la

15 Las ventajas y desventajas de un prestamista de última instancia son exploradas en el capítulo nueve.



información con respecto de los préstamos otorgados por ellos. La regulación bancaria debe promover la diversificación, limitando el volumen de préstamos a ciertas categorías de deudores. Los **requerimientos de capital** son otra manera de evitar que los bancos asuman riesgos excesivos. Los accionistas de los bancos deben saber que **tienen algo que perder** en caso de dificultades. Eso se logra mediante la imposición de requerimientos de capital, que son aportados por los accionistas del banco.

No obstante las medidas anteriores, las crisis bancarias que se verán con más detalle en el capítulo siguiente no son la excepción a la regla. Entre 1975 y 1997, el FMI contabilizó 54 crisis bancarias entre los países miembros.

## ***7. El manejo de los flujos de capitales: el menú de opciones***

Los ingresos de capitales son registrados en la cuenta de capitales de la balanza de pagos y se dividen en inversión en portafolio e inversión directa. **La inversión en portafolio** incluye el comercio de bonos, préstamos bancarios, derivados financieros y diferentes formas de crédito (comerciales o financieros). **La inversión directa** registra la compra de empresas privatizadas por el gobierno, la puesta en marcha de nuevas empresas, así como la inversión en acciones<sup>16</sup>. A manera de ejemplos, la compra de bonos mexicanos (previa a la crisis de 1994) por parte de inversionistas de Estados Unidos es una inversión en portafolio; mientras que si una empresa extranjera explota y pone en marcha un proyecto minero en el Perú, se trata de inversión directa. Los beneficios que provee el ingreso de capitales no están exentos de costos, pues complican el manejo macroeconómico y generan inestabilidad, por la volatilidad que muestra cierto tipo de capitales. Ante ello, los países pueden optar por implementar medidas que restrinjan el ingreso de capitales, posibilidad que está permitida en los artículos constitutivos del FMI (artículo VI, sección 3), firmados en la conferencia de Bretton Woods en 1944.

16 La inversión en acciones se considera inversión en portafolio siempre y cuando no exceda al 10% de capitalización de las empresas. Más allá de ese umbral, se considera inversión directa. Véase Neely (1999).

La experiencia de la década de 1990 ha demostrado que los capitales pueden ingresar y salir de los países con la misma velocidad, lo que origina complicaciones en el manejo macroeconómico debido a los cambios abruptos de dirección de los mismos. En consecuencia, el debate está centrado en las respuestas de política, tanto ante el ingreso como a la salida de capitales.

El ingreso de capitales presenta beneficios y costos. Por un lado permite que las economías crezcan, pues al levantarse la restricción externa, aumentan los recursos disponibles para hacerlo. Por otro, distorsionan los precios relativos, magnifican las debilidades de los sistemas financieros domésticos y generan burbujas especulativas. Los países receptores de capitales reconocen estas tensiones, por lo que han intentado minimizar los efectos macroeconómicos negativos del ingreso de capitales.

La evidencia empírica presentada en los cuadros anteriores, ha demostrado que la mayoría de países en desarrollo que recibieron un fuerte flujo de capitales, se resistió a dejar que los tipos de cambio nominales se apreciaran, es decir, impidieron que el tipo de cambio se ajustara de acuerdo con el libre mercado (Reinhart y Reinhart 1998). También apareció una preocupación por la composición de los capitales, cuya tendencia era aumentar aquellos de corto plazo, de naturaleza más volátil, lo que le agregaba mayor vulnerabilidad al sector financiero, especialmente si el sistema bancario doméstico desempeñaba un papel preponderante en la intermediación de los mencionados flujos<sup>17</sup>.

Las respuestas de política ante las complicaciones que plantea el **in-flujo de capitales** han sido variadas. En general, se han utilizado varios métodos para ello, entre los que destacan los siguientes:

- En primer lugar, la **intervención esterilizada**. El ingreso de capitales genera un exceso de oferta de dólares que tiende a apreciar el tipo de cambio nominal. Para evitarlo, las autoridades monetarias intervienen en el mercado cambiario comprando dólares y, por ende, aumentando el nivel de reservas. Como la compra de dólares supone una inyección de moneda nacional, con la finalidad de evitar los efectos no deseados del aumento en la expansión monetaria (como podría ser la inflación), los bancos centrales —mediante operaciones de mercado abierto— ponen a la venta certificados de depósito. Los agen-

17 Los flujos de capital de corto plazo son denominados “dinero caliente” o “hot money”.

tes económicos compran los certificados y de este modo se retira el exceso de liquidez.

- En segundo lugar, **medidas de austeridad fiscal**. El menor gasto público (que es un componente de la demanda interna) reduce las presiones sobre el tipo de cambio. Inclusive el superávit fiscal depositado en el banco central colabora con la esterilización de los efectos monetarios expansivos originados en la compra de moneda extranjera por parte de la autoridad monetaria. De esta manera, la política fiscal refuerza la esterilización monetaria.
- En tercer lugar, la liberalización de la salida de capitales, de modo que se reduzca el ingreso neto de capitales.
- En cuarto lugar, la imposición de diversos **controles al ingreso de capitales**. Aquí puede tratarse de controles directos o administrativos y controles indirectos o basados en el mercado (como, por ejemplo, un impuesto al ingreso de capitales). La mayoría de estos controles ha intentado alterar la composición de los capitales, colocando obstáculos al ingreso de los de corto plazo.
- En quinto lugar, **aumentar la flexibilidad del tipo de cambio nominal**. En este caso se permite que el libre mercado disminuya el tipo de cambio. Esta medida aumenta la independencia de la política monetaria y al mismo tiempo eleva el riesgo de variaciones de corto plazo en el tipo de cambio nominal, lo que desincentiva al capital de corto plazo.

Desde luego, las medidas no se presentan en forma aislada, sino que las autoridades de los países, por lo general, optan por una combinación de las anteriores. Sin embargo, medidas de ese tipo también anulan los beneficios que traen los capitales externos, en especial aquellas vinculadas con el control de capitales. De ahí que sea un tema discutible, pues por un lado son necesarios, pero por otro generan distorsiones macroeconómicas y tensiones ante una eventual reversión de los mismos.

### 7.1. La intervención esterilizada

Esta política ha sido la más utilizada por los países receptores de capitales (Montiel 1999) y presenta distintas variantes. En primer lugar, **las operaciones de mercado abierto**, que llevan a que la autoridad monetaria venda certificados o bonos, con la intención de retirar el exceso de liquidez originado por las compras de moneda extranjera, asunto que tiene

como finalidad última evitar la caída del tipo de cambio. Otra ventaja es que reduce la presión sobre el sistema financiero, en especial cuando existen dudas sobre la capacidad de los bancos de intermediar de manera adecuada los flujos de capital. Un ejemplo son los cetes y los tesobonos en México y los certificados de depósito del Banco Central de Reserva del Perú. Las desventajas de este tipo de medidas se relacionan con el aumento de la deuda pública del banco central y, además, la elevada tasa de interés necesaria para hacer atractiva la compra de los certificados aumenta el diferencial entre la tasa de interés interna y externa, lo que atrae más capital de corto plazo.

En segundo lugar, los **requerimientos de reserva**; los países pueden exigir que un porcentaje de los capitales que ingresan sea depositado en el banco central, que puede o no generar intereses. El caso chileno, que es analizado más adelante, es ilustrativo al respecto.

Una tercera posibilidad es que el gobierno transfiera los depósitos que tiene en el sistema bancario al banco central. De este modo se retira liquidez del sistema y disminuye la presión sobre el tipo de cambio. La desventaja estriba en que puede complicar el manejo de caja (efectivo) de los bancos.

Para evaluar los efectos macroeconómicos de las medidas anteriores, Reinhart y Reinhart (1998) analizan cuatro episodios: Chile (en la primera mitad de la década), Colombia (1991), Indonesia (1991-92) y Malasia (1991-93). Encuentran seis regularidades empíricas que caracterizaron a estos episodios:

- a. En todos los casos hubo un considerable aumento de las reservas, lo que sugiere que las autoridades monetarias intervinieron en el mercado cambiario para evitar la apreciación del tipo de cambio.
- b. Del mismo modo, a excepción de Malasia, se logró estabilizar el tipo de cambio o, en todo caso, los aumentos en el mismo se hicieron más lentos.
- c. Se incrementó el número de certificados emitidos por el banco central. En el caso de Colombia, el ratio certificados/base monetaria aumentó de 30% en 1990 a 80% en octubre de 1991. En Chile, el ratio aumentó en más de 100% en seis meses.
- d. Al inicio de la esterilización, las tasas de interés de corto plazo aumentaron. Luego disminuyeron cuando las operaciones de esterilización se abandonaron.
- e. Las tasas de interés domésticas, en dólares, aumentaron con relación a las tasas de interés internacionales, lo que atrajo más capitales. De

ahí, que la esterilización tuvo que acompañarse de otras medidas, como los controles de capitales.

- f. Los aumentos en la tasa de interés redujeron la inversión de largo plazo, por lo que incentivaron la inversión en activos financieros de corto plazo. Por eso, en los casos estudiados, la proporción de capitales de corto plazo aumentó con relación a los de largo plazo.

## **7.2. La política cambiaria<sup>18</sup>**

Como regla general, el influjo de capitales tendió a apreciar (disminuir) el tipo de cambio nominal. En el corto plazo, las autoridades monetarias intentaron evitar o limitar la caída en el tipo de cambio, pero dada la magnitud del influjo de capitales, la política de defensa del tipo de cambio se hizo cada vez más costosa. Como consecuencia, los países tendieron a flexibilizarlo cada vez más.

En un contexto de tipo de cambio flotante, la autoridad monetaria no interviene y el tipo de cambio se aprecia, respondiendo a la mayor oferta de dólares. Bajo un sistema cambiario fijo o de flotación administrada, bajo los cuales existe un compromiso por mantener el tipo de cambio, en algún momento se hace necesaria la decisión de devaluar para evitar una apreciación mayor del tipo de cambio real. La literatura económica reconoce ciertas ventajas de permitir que el tipo de cambio disminuya en contextos de amplias entradas de capital. Por ejemplo, aumenta la independencia de la autoridad monetaria, especialmente si se percibe que la dirección de los capitales puede revertirse en cualquier momento. Otro argumento se relaciona con el hecho de que se limita la intermediación de fondos por parte del sistema bancario, particularmente en entornos de inadecuada supervisión y regulación, situación que lleva a que los bancos no midan de manera correcta los riesgos de los préstamos otorgados. Por último, el ajuste vendría dado por el tipo de cambio y no por una mayor inflación. Además de lo anterior, la mayor flexibilidad cambiaria introduce un componente de incertidumbre, que puede desincentivar el ingreso de capital especulativo (de naturaleza más reversible).

Sin embargo, la mayor flexibilidad también genera costos. Los cambios abruptos en el tipo de cambio nominal obligan a continuos ajustes en la economía. La apreciación cambiaria tiene efectos nocivos sobre el sector

18 El tema cambiario, así como los elementos para definir un régimen cambiario óptimo en las economías emergentes, es discutido en el capítulo diez.

exportador no tradicional, además de generar cierto nerviosismo en los agentes económicos, especialmente en países como el Perú, cuyos niveles de dolarización exceden el 70% de la masa monetaria. En el caso de la región andina, los países ensayaron diversos arreglos cambiarios durante la década de 1990.

En el cuadro 2.8 se presenta la información pertinente. La elección del régimen cambiario se relaciona con los objetivos de política económica, sean estos los de reducir la inflación, mantener la competitividad del tipo de cambio, o ambos. Se observa que el Perú fue el único país de la muestra que mantuvo el mismo régimen cambiario durante toda la década. Los ataques especulativos, posteriores a las crisis asiática y rusa, llevaron a que Colombia y Ecuador abandonaran el sistema de bandas; el primero adoptó un régimen más flexible y el segundo, dolarizó su economía. Otro hecho interesante de notar es que el comportamiento de la inflación no parece estar ligado al régimen cambiario. Bolivia y Perú lograron reducciones de la inflación con regímenes cambiarios de flotación controlada, Colombia con un sistema de bandas, mientras que en Venezuela y Ecuador, que también tenían un sistema de bandas, la inflación aumentó.

En el caso peruano, como consecuencia de la cuantiosa afluencia de capitales (a partir de 1994), el banco central intervino más activamente en el mercado de divisas, con el objetivo de evitar una caída en el tipo de cambio nominal. Entre 1994 y 1997, el tipo de cambio tuvo una evolución similar a la tendencia de la inflación, lo que llevó a que el tipo de cambio real se mantuviera más o menos estable. En 1998, los efectos combinados del fenómeno de El Niño y de las crisis financieras internacionales, determinaron un cambio en la dirección de los capitales y se transitó de una situación de abundancia a una de escasez de los mismos. Ello determinó que el nuevo sol se devaluara en 15% en 1998. Como la política del banco central es la de intervenir solo para evitar fluctuaciones bruscas en el tipo de cambio, parte del ajuste se dio a través de un aumento en el tipo de cambio nominal. En el primer trimestre de 1999, el nuevo sol se depreció 20% (promedio anualizado), luego de sufrir varios ataques especulativos, consecuencia de la devaluación brasileña y la moratoria ecuatoriana. Esta situación se normalizó a mediados de 1999, cuando se estabilizó el tipo de cambio en torno de 3,50 nuevos soles por dólar.

**Cuadro 2.8**  
**Regímenes cambiarios en la región andina**

|             | <b>Bolivia</b>       | <b>Colombia</b> | <b>Ecuador</b>       | <b>Perú</b>          | <b>Venezuela</b>     |
|-------------|----------------------|-----------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>1990</b> | Flotación controlada | Paridad móvil   | Paridad móvil        | Flotación controlada | Flotación controlada |
| <b>1991</b> | Flotación controlada | Paridad móvil   | Paridad móvil        | Flotación controlada | Flotación controlada |
| <b>1992</b> | Flotación controlada | Paridad móvil   | Flotación controlada | Flotación controlada | Paridad móvil        |
| <b>1993</b> | Paridad móvil        | Paridad móvil   | Flotación controlada | Flotación controlada | Paridad móvil        |
| <b>1994</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Paridad móvil-fijo   |
| <b>1995</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Fijo                 |
| <b>1996</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Banda                |
| <b>1997</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Banda                |
| <b>1998</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Banda                |
| <b>1999</b> | Paridad móvil        | Banda           | Banda                | Flotación controlada | Banda                |
| <b>2000</b> | Paridad móvil        | Flotación       | Dolarización         | Flotación controlada | Banda                |

Fuente: Cepal (2000: 23).

### 7.3. La política fiscal

La puesta en marcha de políticas fiscales restrictivas, mediante la reducción del gasto público, el aumento de los impuestos o ambos, ha sido otra reacción de política frente al ingreso de capitales. La idea es restringir la demanda interna para reducir las presiones sobre el tipo de cambio. Sin embargo, el debate está centrado no en la política misma, sino en la forma de llevarla a cabo. Tanto la reducción del gasto como el aumento de los impuestos, si bien justificables desde el punto de vista teórico, contienen un alto grado de sensibilidad política. Por lo general, la política fiscal se determina en función de consideraciones de mediano y largo plazo, y no en respuesta a fluctuaciones de corto plazo, cuyo origen está en los movimientos internacionales de capitales. De ahí que la búsqueda de un equilibrio fiscal sea un objetivo deseable, pues es parte de la solidez de los fundamentos económicos de un país, dada la relación entre déficit fiscal e inflación.

### 7.4. Controles de capitales

Los controles de capitales son una política diseñada e implementada por un país con el objetivo de limitar o redireccionar el ingreso de capitales. Esta definición genérica sugiere que no es tarea sencilla inferir generalizaciones con respecto a los controles de capitales, pues pueden tomar diversas formas y ser aplicados con distintos fines. Los países pueden adoptar controles directos o administrativos, e indirectos o basados en el mercado. Por otro lado, pueden colocarse controles al ingreso o a la salida de capitales. Los propósitos de los mismos, el método utilizado y la dirección de los controles se presentan a continuación, acompañados de algunos ejemplos ilustrativos.

- a. **Generación de ingresos para financiar gastos de guerras.** El método fue controlar la salida de capitales, para mantener el capital dentro de las economías y facilitar la tributación. Este aislamiento generó inflación, lo que permitió recaudar a los gobiernos dinero a través del impuesto inflación. También redujo la tasa de interés interna y, por tanto, los costos de endeudamiento de los gobiernos de su propia deuda. Esta alternativa fue utilizada por la mayoría de países beligerantes durante las dos guerras mundiales.
- b. **Represión financiera/asignación de créditos.** Se trata de controles a la salida de capitales, de manera que los gobiernos puedan utili-



zar sus sistemas financieros para favorecer a ciertas industrias y prevenir que los capitales se retiren a plazas externas donde obtengan mayores retornos. Este método fue común, al menos hasta antes del inicio de la década de 1990, en los países en desarrollo.

- c. **Corrección de un déficit en balanza de pagos.** Los controles a la salida de capitales reducen la demanda por activos externos sin utilizar políticas monetarias contractivas o devaluaciones. Un ejemplo de ello es el impuesto aplicado por Estados Unidos entre 1963 y 1974.
- d. **Corrección de un superávit en la balanza de pagos.** Es un método que controla el ingreso de capitales, reduciendo la demanda externa por activos domésticos, sin necesidad de una política monetaria expansiva o una revaluación de la moneda. Esta medida fue aplicada en Alemania entre 1972 y 1974.
- e. **Prevención de la volatilidad potencial del ingreso de capitales.** El objetivo es reducir la salida de capitales de un país durante una crisis. El uso del encaje en Chile durante 1991-98 es un ejemplo de ello.
- f. **Prevención de una desestabilización financiera.** El objetivo es restringir o alterar la composición del flujo internacional de capitales que puede exacerbar la distorsión de incentivos en el sistema financiero doméstico. El ejemplo es Chile con la misma política reseñada en (e).
- g. **Prevención de una caída en el tipo de cambio real.** Este control al ingreso de capitales, aplicado en Chile entre 1991-98, tuvo como objetivo evitar la caída en el tipo de cambio y la consecuente expansión de la oferta monetaria doméstica para neutralizarla.
- h. **Restricción de la propiedad de extranjeros de activos domésticos.** Es un método de control al ingreso de capitales, que está previsto en el artículo 27 de la Constitución Política de México.
- i. **Fomentar el uso del ahorro dentro del país.** Es un control a la salida de capitales, de modo que se explicitan las señales para aumentar la inversión interna.
- j. **Protección de las finanzas de las empresas domésticas.** Se trata de controles temporales que aíslan a los sectores financieros internos del resto del mundo, con la intención de que las empresas logren las economías de escala suficientes para poder competir en la economía mundial.

Como puede apreciarse, la idea de restringir la movilidad de capitales con el objetivo de reducir la inestabilidad macroeconómica no es nueva. En la década de 1970, James Tobin sustentó que un impuesto global a las transacciones cambiarias reduciría la especulación en los mercados financieros internacionales. El problema con el denominado **Tobin tax** es que tendría que implementarse en todos los países de forma simultánea, lo que lo convierte en inviable desde el punto de vista político.

#### *7.4.1. Clases y efectos de los controles de capitales*

En la medida que los objetivos de los controles de capitales son múltiples, tal como se ha descrito en la sección anterior, existen diferentes tipos de medidas que se pueden tomar, se distinguen por el tipo de transacción que se pretende afectar, por la medida en sí misma (si se trata de un impuesto a la transacción o una prohibición explícita al ingreso o salida de capitales), etc.

Los **controles al ingreso de capitales** de largo plazo, como la inversión directa, pueden imponerse por diferentes razones que aquellas que afectan a los capitales de corto plazo, como por ejemplo, los depósitos bancarios o el capital invertido en bolsa de valores<sup>19</sup>. Las tendencias recientes se han focalizado más en el control de capitales de corto plazo, lo que se ha sustentado en su volatilidad y, por ende, en su capacidad potencial de desestabilizar la economía. Sin embargo, también existen controles al capital de largo plazo, lo que refleja la sensibilidad política ante la propiedad extranjera de activos internos. En el Perú, entre 1968 y 1975, las medidas del gobierno militar de Velasco Alvarado son una aproximación a este último punto.

Las medidas pueden ser de distinto tipo. Puede tratarse de un impuesto así como prohibiciones explícitas, que van desde cuotas hasta el impedimento total del ingreso de capitales. Por ejemplo, en Chile entre 1991 y 1998 existía un requerimiento de reserva obligatorio, mediante el cual se obligaba al inversionista extranjero que deseaba depositar dinero en un banco interno a colocar un porcentaje del mismo en el Banco Central por un período determinado, sin que obtuviera intereses por ello. En la práctica, se trataba de un impuesto al ingreso de capitales de corto plazo.

El caso chileno ha sido usado por diferentes investigadores para analizar los controles de capitales de corto plazo. Chile impuso controles al

19 Estos últimos, en la década de 1990, se han denominado capitales golondrinos.

ingreso de capitales en dos ocasiones durante las dos últimas décadas: entre 1978 y 1982 y entre 1991 y 1998. En ambos episodios, los inversionistas que deseaban colocar fondos en el país tenían que colocar un depósito en el banco central, que no generaba intereses.

Durante la década de 1980, se inició el proceso de retorno del capital extranjero a Chile, consecuencia tanto del lento crecimiento y las bajas tasas de interés en los países desarrollados, como de las políticas macroeconómicas adecuadas seguidas por el país (Edwards 1998). Desde mediados de la década de 1980, el banco central diseñó un programa antiinflacionario basado en un objetivo explícito de las tasas domésticas de interés (*interest rate targeting*). El argumento sostenía que, al mantener las tasas de interés domésticas (denominadas en pesos) mayores que las internacionales, la inflación declinaría en forma gradual. La política funcionó bien hasta finales de la década de 1980, cuando se incrementó el ingreso de capitales. Las autoridades chilenas temieron dos situaciones: que el ingreso de capitales complicara el manejo de la política monetaria, al provocar una caída en el tipo de cambio real, y también un crecimiento excesivo de la deuda de corto plazo.

Entre 1978 y 1982, se prohibieron los influjos de capitales con una maduración menor que 24 meses. Aquellos con una maduración mayor que 24 meses, pero menor que 66, estaban sujetos a un requerimiento de reserva que fluctuaba entre 10% y 25% del valor del influjo de capital. En 1982, Chile colocó un requerimiento a la inversión directa, consistente en que no pudiera abandonar el país antes de 10 años; esta restricción fue relajada a 3 años en 1991 y a un año en 1993<sup>20</sup>. En 1991 se impusieron controles a la inversión en portafolio, sujetándola a un encaje obligatorio de 20% (un depósito de un año en el banco central sin que genere intereses y que era devuelto al inversionista al final del período en la misma moneda en que había sido depositado), magnitud que fue incrementada a 30% en 1992<sup>21</sup>. El efecto del encaje era colocar un impuesto al ingreso de capitales de corto plazo y fue eliminado el 16 de setiembre de 1998, generándose una amplia discusión sobre los beneficios y costos de la medida. Las autoridades chilenas dieron como razón que temían que los capitales no fluyeran al país, como consecuencia del contagio de la crisis asiática.

20 La restricción no impedía que se repatriaran las utilidades, lo que muestra que no era un control a la salida, sino al ingreso de capitales.

21 Estos requerimientos de reserva no remunerados eran conocidos como URR.

En cuanto a los efectos, la imposición de los controles alteró la composición de los capitales externos. En 1990, el capital de corto plazo representaba el 19% del total, mientras que en 1997 se redujo a 5%; la caída más pronunciada ocurrió entre 1995 y 1997, cuando el requerimiento aumentó, aunque no existe evidencia de que el ingreso agregado de capitales se haya reducido con el mismo (Edwards, De Gregorio y Valdés 2000). Esto se debe a que el objetivo fundamental del encaje obligatorio fue aumentar la capacidad del banco central para desarrollar una política monetaria más independiente. Al poner un impuesto implícito al ingreso de capitales de corto plazo, las autoridades esperaban lograr una alta tasa de interés (*target domestic interest rate*) sin desincentivar el ingreso total de capitales de largo plazo al país. Dicho de otro modo, las medidas lograron reducir el ingreso de capitales de corto plazo, sin afectar aquellos de largo plazo. Ello colocó a Chile en una posición menos vulnerable ante las crisis financieras internacionales de fines de la década de 1990.

Otro caso ilustrativo es el de Colombia. Los controles al ingreso de capitales tomaron la forma de un requerimiento variable de reserva para los préstamos externos obtenidos por el sector privado y fue implementado en 1993. Este requerimiento de reserva fue de 47% y aplicable solo a los préstamos externos cuya maduración fuera menor de 18 meses. En marzo de 1994 se extendió la medida a todos los préstamos con una maduración menor que tres años, y se aumentó este tope a cinco años en agosto. Más aun, las tasas de requerimientos de reservas tenían una relación inversa con la maduración de los préstamos. Por ejemplo, un préstamo de 30 días era sujeto a una reserva de 140%, lo que en la práctica impedía el ingreso de capitales; un préstamo de cinco años tenía un requerimiento equivalente a 42,8% del depósito (Edwards 1998: 26-7).

En ambos países, el resultado ha sido un cambio en la composición de capitales, pero no en la magnitud de los mismos; por lo tanto, es posible inferir que tuvieron éxito en el sentido de reducir el ingreso de capitales de corto plazo.

Los **controles a la salida de capitales** han sido menos frecuentes en la década de 1990 (a excepción de Malasia en 1998) y se han asociado como una respuesta de las autoridades de un país ante una crisis financiera. Con la finalidad de evaluar la efectividad de estos controles, es necesario diferenciar las medidas preventivas de aquellas curativas (Edwards 1999b).

Los **controles preventivos** se implementan cuando un país enfrenta un déficit en balanza de pagos, pero todavía no ha sufrido una crisis

cambiaría. Por ejemplo, impuestos a los fondos remitidos al exterior y prohibiciones explícitas a la transferencia de fondos al exterior. La lógica de estas medidas estriba en reducir el ritmo al cual se pierden reservas, otorgándole tiempo a las autoridades para que implementen las medidas correctivas, para disuadir la especulación. Algunos autores, como Edwards (1999b), sostienen que la evidencia empírica ha demostrado que este tipo de controles es inefectivo, pues los agentes privados siempre encuentran la forma de evadir la medida, de modo que los capitales continúan con su salida del país.

También pueden brindar una errónea percepción de seguridad. Por ejemplo, hasta fines de 1997, los analistas internacionales y los diseñadores de política económica en Corea del Sur pensaban que, gracias a las restricciones a la salida de capitales, el país estaba inmunizado a una crisis cambiaria. Los hechos posteriores mostraron lo contrario, lo que prueba que los controles, al no atacar las causas de una eventual crisis (como por ejemplo, un sistema financiero débil y mal regulado), no tienen efectos permanentes.

Los **controles curativos** se implementan cuando un país ya se encuentra en una crisis, es decir, los capitales están en proceso de salida. Son de naturaleza temporal<sup>22</sup>. El objetivo es que el país en crisis pueda reducir su tasa de interés y poner en marcha un conjunto de políticas orientadas hacia el crecimiento. Permiten **ganar tiempo** para reestructurar el sistema financiero de una manera ordenada. La idea es que, pasada la crisis, se desmantelen las medidas.

El caso de Malasia es ilustrativo al respecto. A partir de la devaluación del baht tailandés del 2 de julio de 1997, la salida de capitales de Asia Oriental fue el reflejo de la crisis de la región. Para evitar la salida, el FMI propuso a los países afectados la elevación de la tasa de interés, para hacerlos más atractivos para los inversionistas internacionales. Sin embargo, esta medida también frenó el crecimiento económico (Neely 1999). Ante ello, Malasia impuso controles a la salida de capitales el 1 de setiembre de 1998, consistentes en la imposibilidad de transferir dinero de cuentas bancarias internas a externas, la prevención de la repatriación de los beneficios de la inversión en portafolio hasta el 1 de setiembre de 1999, además de

22 En general, los controles de capital puestos en marcha durante la década de 1990 fueron temporales y además asimétricos; esto último implica que la gran mayoría de ellos se diseñó para desincentivar el ingreso de cierto tipo de capitales y solo una minoría para enfrentar una salida de capitales.

fijarse el tipo de cambio en 3,8 ringgit por dólar. Las transacciones en moneda extranjera solo eran permitidas previa autorización, con la finalidad de conocer las razones de las mismas (para evitar la especulación). También se introdujo una serie de controles administrativos para prevenir la evasión de las medidas.

En febrero de 1999, un sistema de impuestos a la salida de capitales reemplazó a la prohibición de la repatriación de capital. Si bien es cierto que los detalles son complejos, el efecto buscado era desincentivar los flujos de capital de corto plazo, pues el conjunto de medidas no afectaba a la inversión extranjera de largo plazo.

Con estos controles, Malasia esperaba lograr cierto nivel de independencia monetaria, de modo que orientara la política monetaria hacia la baja de las tasas de interés para reactivar la economía. Sin embargo, hacia mayo de 1999, las autoridades aún no habían realizado las reformas fundamentales en el sector financiero, lo que combinado con los efectos de la expansión monetaria (para disminuir las tasas de interés), podía exacerbar los problemas estructurales del sistema financiero. Además de las dificultades mencionadas, el riesgo de estos controles, pese a su temporalidad, está en que se reduce la confianza del inversionista, pues percibe que las reglas de juego pueden alterarse en cualquier momento.

Resulta difícil evaluar la eficacia de los controles en Malasia, pues el patrón de comportamiento de la economía fue en muchos aspectos similar a la de otros países de la región, que no impusieron controles a la salida. Pese a ello, algunos autores (como Neely 1999) sostienen que tuvieron algún grado de efectividad en desalentar al capital especulativo.

#### *7.4.2. ¿Son efectivos los controles de capitales?*

Durante la década de 1990, los controles de capitales han sido un instrumento utilizado por diversos países con la intención de manejar los efectos de los flujos de capitales. En primer lugar, la mayoría de ellos fue impuesta a la entrada y no a la salida de capitales. En segundo lugar, se focalizaron en medidas que desincentivaban el ingreso de capital de corto plazo, dada su volatilidad y capacidad potencial de desestabilizar la economía. En tercer lugar, los controles al ingreso de capitales, que llevan a altas tasas de interés domésticas, fueron usados para prevenir la expansión monetaria y la posible inflación resultante (como por ejemplo, Chile en la década de 1990); en contraste, los controles a la salida de capitales permiten una caída en las tasas de interés y una mayor expansión monetaria (Malasia

en 1998). En cuarto lugar, la generalización de la efectividad de los controles a partir de la experiencia de algunos países representa un riesgo, pues depende del comportamiento de otros factores y del rigor con el cual se aplican. A pesar de lo anterior, un método para evaluar la efectividad consiste en observar si los controles alteran o no la composición de los capitales, si se asume algún comportamiento respecto de lo que hubiera pasado de no haberlos implementado, es decir, un escenario contrafactual. En quinto lugar, la mayor efectividad de los controles al ingreso que a la salida de capitales puede deberse a que los primeros son más difíciles de evadir con relación a los segundos. La evidencia empírica demuestra que los controles a la salida de capitales no son efectivos, pues fomentan la corrupción y son de fácil evasión. De ahí que la mejor manera de evitarlos sea la imposición de controles al ingreso de capitales de corto plazo, que son la causa última de los controles a la salida, pese a los costos que estos últimos conllevan en términos de acceso de un financiamiento externo más caro.

Por último, existe consenso en que los controles no pueden sustituir de manera indefinida la necesidad de realizar las reformas estructurales, especialmente en el sector financiero; por lo tanto, desde esa óptica posibilitan ganar tiempo para implementar las reformas y solucionar las eventuales inconsistencias de política.

## **8. Síntesis**

En este capítulo se han desarrollado dos temas fundamentales que facilitan la comprensión de las crisis financieras internacionales. En primer lugar, las tendencias de los flujos de capitales hacia las economías emergentes, que se han reflejado en una relación directa entre el ingreso de capitales y el crecimiento económico. En segundo lugar, el funcionamiento de los sistemas financieros, que está plagado de distorsiones.

Con respecto del primer punto, es un hecho claro que los países con bajo nivel de ahorro interno requieren de ahorro externo (ingreso de capitales) para financiar altos niveles de inversión y de crecimiento. Sin embargo, no todos los capitales son iguales: unos son menos volátiles. Entre estos están los préstamos bancarios y, en general, la inversión en portafolio. Estos fondos son canalizados a través de los sistemas financieros y mostraron un crecimiento hasta 1997, para luego mostrar una reversión. El hecho objetivo es que fueron los capitales privados y no los oficiales los que determinaron la trayectoria de la economía mundial en la década anterior. Esto

fue una consecuencia de la libre movilidad de capitales y de los avances tecnológicos que permitieron movimientos masivos de capitales en tiempo real.

Esto nos lleva al segundo punto. Los sistemas financieros, a través de los cuales se canalizó gran parte del ingreso de capitales, se caracterizan por la información asimétrica, la que a su vez se materializa en los problemas de selección adversa, riesgo moral y comportamiento en manada. Se plantearon una serie de respuestas para reducir la inestabilidad de los mismos.

Una tercera constatación empírica es que la libre movilidad de capitales presenta aspectos positivos y negativos. Las autoridades económicas de los distintos países tienen que balancear ambos aspectos para determinar la magnitud y la composición óptima del ingreso de capitales. El ideal es lograr un flujo estable que posibilite que las economías emergentes alcancen tasas de inversión y crecimiento sostenidas, tarea complicada de lograr.

En el capítulo siguiente se analiza con detalle la naturaleza de las crisis bancarias y cambiarias de la década de 1990, para luego proceder al estudio de las crisis de México (capítulo cuatro), Asia Oriental (capítulos cinco y seis) y Brasil y Rusia (capítulo siete).





### **III**

## ***Las crisis financieras y las crisis cambiarias***

### **1. Introducción: tipos de crisis**

La última década del siglo XX fue testigo de una serie de crisis, que combinaron elementos cambiarios y financieros. El impulso de las mismas estuvo en una abrupta y repentina salida de capitales de diversas economías del planeta, como México, Asia Oriental (Tailandia, Indonesia, Malasia, República de Corea y Filipinas), Rusia y el subsiguiente contagio al resto de las economías emergentes. Este capítulo tiene como objetivo precisar las diferencias entre las crisis financieras y las cambiarias y analizar las razones por las cuales ambas han interactuado en los episodios críticos.

Como se vio en el capítulo anterior, el ingreso de capitales de inicios de la década de 1990 fue seguido por una salida de los mismos. Estos choques exógenos permitieron que el mundo emergente gozara de un período de prosperidad, mientras los capitales entraban, seguido por uno de estancamiento y recesión.

El comportamiento del producto bruto interno ha sido consistente con la dirección de los capitales. El caso peruano es ilustrativo al respecto. Mientras que entre 1993 y 1995 la economía experimentó un ciclo expansivo durante el período de ingreso de capitales (creció 4,8% en 1993, 12,8% en 1994 y 8,6% en 1995), entre 1998 y 1999 transitó por un período de estancamiento (el PBI disminuyó en -0,4% en 1998 y creció solo 1,4% en 1999). Estas tendencias se explican por el comportamiento de la demanda interna, que aumentó en el período expansivo y se contrajo en los dos últimos años de la década. Dentro de la demanda interna, el factor fundamental que explicó la mencionada tendencia fue la inversión privada, que creció 13% en 1993, 32,7% en 1994 y 23,4% en 1995, mientras que en 1998 disminuyó en -1,9% y en 1999 cayó en -16,3%. Sin inversión no hay crecimiento y el entorno de libre mercado sugiere que la inversión privada es el motor de la economía, como se ha mostrado en las cifras reseñadas.

A riesgo de una simplificación excesiva, tres tipos de crisis financieras han caracterizado a las economías emergentes:

- a. **Crisis fiscales:** El gobierno, de un momento a otro, pierde la capacidad de pagar la deuda externa y de obtener nuevos préstamos externos. Esto lleva a una reestructuración de la deuda o a una moratoria de la misma.
- b. **Crisis cambiarias:** Los agentes del mercado, de manera abrupta, aumentan su demanda por activos y moneda extranjera, y originan un incremento en el tipo de cambio nominal. En esas circunstancias, el banco central utiliza sus reservas para defender el tipo de cambio, hasta agotarlas; se entiende que este proceso de defensa del tipo de cambio ocurre en un contexto más general, donde el tipo de cambio está vinculado al dólar de manera estable (*pegged exchange rate system*). La crisis ocurre cuando la autoridad monetaria abandona la defensa del tipo de cambio y devalúa, para optar por otro régimen cambiario<sup>1</sup>.
- c. **Crisis bancarias:** Los bancos privados pierden la capacidad de afrontar el retiro de los depósitos, lo que origina situaciones de iliquidez y/o de insolvencia. En este caso, el problema es en principio privado y no público.

La complejidad del tema radica en el hecho de que los tres tipos de crisis, por lo general, se presentan de manera conjunta, pues un cambio de expectativas afecta, en forma simultánea, tanto al gobierno, como al mercado cambiario y al sistema bancario (Sachs 1995).

Si bien es cierto que lo ocurrido en cada país tiene características específicas, la salida de los capitales se ha relacionado con problemas financieros y cambiarios. ¿Qué factores determinaron el cambio en la dirección de capitales? ¿Fueron factores propios de cada economía o tuvo mayor importancia relativa el entorno internacional? ¿Cómo se definen las crisis y cuál es la diferencia entre una crisis financiera y una cambiaria? ¿Qué se entiende por contagio? Estas son algunas de las interrogantes que se intentan responder en este capítulo. En los capítulos siguientes se abordarán los casos específicos de algunos países que enfrentaron esta volatilidad, con énfasis en el impacto que tuvieron sobre el caso peruano.

1 El tema de los regímenes cambiarios es analizado en el capítulo 10.

Para poner el tema en perspectiva, conviene mencionar que las crisis financieras internacionales no son un fenómeno únicamente de la última década del siglo XX. La primera crisis financiera internacional ocurrió en 1825. La independencia de América Latina llevó a un masivo influjo de capitales ingleses, tanto para financiar explotaciones mineras como también a través de préstamos a los nuevos países; ello fue seguido de un *boom* exportador de América Latina hacia Inglaterra, que originó un crecimiento en la **London Exchange Rate** y su posterior colapso en octubre y un pánico bancario en diciembre que se extendió por todo el continente europeo. La crisis repercutió en Latinoamérica, pues se cortaron los nuevos préstamos, con lo cual disminuyeron la inversión, las exportaciones y los ingresos tributarios; como consecuencia, se produjo una moratoria de la deuda. La renegociación de las deudas, de modo que el capital volviera a fluir a América Latina, tardó tres décadas.

Un evento similar ocurrió en 1873, que según algunos autores fue la mayor crisis internacional de la historia (Bordo y Murshid 2000). La causa fue un *boom* crediticio en América Latina cuyo origen fue el crecimiento de préstamos ingleses para financiar la construcción de ferrocarriles; paralelamente hubo un *boom* especulativo del precio de la tierra en Alemania y Austria, generado por los pagos de indemnización en oro de Francia, luego de la guerra franco prusiana. Este *boom* fue seguido por una drástica caída de las bolsas en Viena, Ámsterdam y Zurich. La caída de la economía europea repercutió en Latinoamérica: se redujeron los precios de las exportaciones, los ingresos tributarios (los impuestos al comercio eran el principal tributo) y se desencadenó una nueva ola de moratorias.

En consecuencia, las crisis financieras, con sus repercusiones internacionales, no son un asunto nuevo, sino que tienen antecedentes históricos importantes. Lo que sí es cierto es que las repercusiones de las crisis de la década de 1990 se han magnificado por la mayor integración de las economías, que han convertido al mundo en un solo mercado. A ello también han contribuido los avances tecnológicos, ejemplificados en el uso cada vez más extendido del internet.

## **2. Las crisis financieras: definición y causas**

Desde un punto de vista microeconómico, las **crisis financieras**, en general, se definen como un desorden, turbulencia o confusión de los mer-

cados financieros, que lleva a que los problemas de selección adversa e información asimétrica se exacerbén, de modo que los mercados financieros se tornan incapaces de canalizar fondos de modo eficiente a aquellos que tienen las oportunidades más productivas de inversión (Mishkin 1991). En consecuencia, una crisis financiera origina que el sistema financiero no pueda operar de una manera eficiente, lo que lleva a una contracción de la actividad económica.

Por lo general, **las crisis financieras se identifican con crisis bancarias**, pese a que los bancos son solo una parte, por cierto importante, del sistema financiero. Lo que ocurre es que en los países con un escaso desarrollo del sistema financiero, los bancos explican casi la totalidad del mismo. De un modo simple, una **crisis bancaria** alude a la incapacidad del sistema bancario para cubrir las demandas de los depositantes. Los sistemas bancarios han sido la principal fuente de inestabilidad financiera en las crisis de la década de 1990. De ahí los esfuerzos de los diseñadores de política por establecer un entorno macroeconómico y financiero estable, que sea atractivo para el capital externo y que conduzca al crecimiento.

Los problemas en los sistemas bancarios no son nuevos. En América Latina, las crisis financieras de Argentina (1981), Chile (1981-82), Colombia (1982-83) y Uruguay (1982) son ejemplos de la afirmación anterior. Pese a ello, las crisis bancarias son difíciles de identificar desde el punto de vista empírico, debido a limitaciones de información. El potencial de una **corrida bancaria** no es directamente observable, pero podría identificarse con un deterioro de la calidad de activos del sistema bancario. Sin embargo, este último factor tampoco es de simple identificación. Esta es una limitación importante, pues los problemas bancarios de la década de 1990 no han estado asociados a corridas bancarias, pero sí con un deterioro de la calidad de activos y la subsiguiente intervención gubernamental.

Dadas estas limitaciones, la mayoría de estudios utiliza una combinación de eventos para identificar y colocar una fecha a la ocurrencia de una crisis bancaria. Los eventos institucionales por lo general incluyen cierres de bancos, fusiones, intervenciones gubernamentales en las operaciones de las instituciones financieras, corridas bancarias, problemas con el cobro de préstamos, etc. (Glick y Hutchison 1999). Así, se han identificado los siguientes factores como determinantes claves de una crisis bancaria: aumento del riesgo crediticio, falta de un nivel adecuado de capital, aumentos en la tasa de interés de corto plazo, depósitos en una moneda y préstamos en otra (*currency mismatches*), presencia de un seguro de depósito, libera-

lización financiera, *boom* de préstamos y condiciones económicas externas<sup>2</sup>.

En general, existen dos grupos de factores que pueden determinar una crisis financiera y bancaria:

- La volatilidad del entorno macroeconómico, originado en factores externos (no controlables) e internos.
- Los problemas microeconómicos inherentes a todo sistema financiero, situaciones que se derivan de la información asimétrica y de la ausencia de un sistema de supervisión y regulación adecuados, tema que ha sido desarrollado con detalle en el capítulo anterior.

## 2.1. La volatilidad del entorno macroeconómico

La mayoría de crisis financieras y bancarias ha sido precedida por un deterioro generalizado del entorno macroeconómico (Hausmann y Gavín 1998). Las instituciones financieras son **vulnerables** cuando pequeños choques al ingreso, calidad de activos o liquidez hacen que un banco se torne insolvente o ilíquido, de modo que se pone en tela de juicio la capacidad de honrar sus compromisos de corto plazo. Por lo tanto, se trata de una **pérdida de confianza**. La vulnerabilidad puede, en parte, ser causada por la **volatilidad macroeconómica** dentro de la cual operan los sistemas financieros. Los principales factores que determinan la volatilidad son los siguientes:

### 2.1.1. Aumentos en la tasa de interés y su inducción sobre los flujos privados de capital

Un aumento en la tasa de interés, que puede originarse en un incremento en la demanda por créditos o por una contracción de la oferta monetaria, entre otros factores, incrementa el problema de la selección adversa, porque los inversionistas con buenos proyectos no estarán dispuestos a tomar préstamos, mientras que los más riesgosos sí. La razón estriba en que los individuos y empresas con proyectos más riesgosos son aquellos que están dispuestos a pagar altas tasas de interés, pues si la inversión de alto riesgo tiene éxito, serán los mayores beneficiarios. De este modo, se

2 Existen varios estudios al respecto. Eichengreen y Rose (1998) y Demirguc-Kant y Detragiache (1997) proveen un análisis de los principales factores.

incrementa la probabilidad de que el sistema financiero preste recursos a proyectos con mayor riesgo. Como el acreedor no puede discriminar por tipo de deudor, optará por reducir el volumen de préstamos, dado el aumento en la tasa de interés (ver capítulo dos). Este factor puede precipitar una crisis financiera.

Un ejemplo de lo anterior ocurrió en México en febrero de 1994, cuando las autoridades monetarias de los Estados Unidos optaron por una política monetaria contractiva; la subsiguiente elevación de la tasa de interés internacional redujo el atractivo de colocar fondos en el país, produciéndose una salida de capitales. Si bien es cierto que se trató de un factor externo no controlable, la respuesta de política no fue la adecuada<sup>3</sup>.

### *2.1.2. Fluctuaciones bruscas en los términos de intercambio*

Si los términos de intercambio se tornan negativos para el deudor, se reduce su capacidad de pago. En un estudio empírico, Caprio y Klingebiel (1996) encontraron que el 75% de los países en desarrollo de la muestra analizada, que experimentaron una crisis bancaria, sufrió una declinación de los términos de intercambio de por lo menos 10% antes de la crisis.

La volatilidad de los términos de intercambio es más pronunciada en aquellos países con mayor concentración de exportaciones. Un ejemplo de ello es **Venezuela**, que sufrió una caída del precio internacional del petróleo de 25% entre 1990 y 1994. El primer impacto fue el deterioro de las cuentas fiscales: en 1990, los ingresos tributarios petroleros representaron el 19% del PBI, mientras que hacia 1994 solo 10%. El Gobierno se vio obligado a ajustarse, se redujo la demanda interna en 12,8% y se incrementó la tasa de desempleo, de 6,3% en 1993 a 17,4% en 1994. Como consecuencia, la economía cayó en una profunda recesión en 1994, lo que produjo un segundo impacto sobre el sistema bancario, que había sido liberalizado, sin que la supervisión bancaria se fortaleciera al mismo ritmo.

Entre enero de 1994 y setiembre de 1995, 15 bancos fueron intervenidos y 3 nacionalizados. Las autoridades monetarias inyectaron liquidez para rescatar el sistema bancario por un valor de 839 mil millones de bolívares (equivalentes a 4,9 mil millones de dólares, lo que representaba alrededor del 10% del PBI). De ahí que la resultante fuera una alta inflación y una presión sobre el tipo de cambio, dada la mayor liquidez, a pesar de los esfuerzos por esterilizar el aumento de la misma.

3 El caso mexicano es tratado en detalle en el capítulo siguiente.

En consecuencia, es posible proponer la hipótesis de que aquellos países con una baja diversificación de las exportaciones son más susceptibles de caer en una crisis bancaria.

### 2.1.3. *Fluctuaciones en el tipo de cambio real*

Una variación brusca en el tipo de cambio puede afectar el sistema bancario en dos escenarios: cuando los bancos se endeudan con el exterior en moneda extranjera, pero prestan en el interior en moneda nacional; y cuando se endeudan a corto plazo en moneda extranjera, pero otorgan préstamos en el interior del país a largo plazo. En cualquiera de los dos casos, los clientes de los bancos reducen las posibilidades de repagar sus deudas. Sin embargo, el caso del crecimiento de la deuda de corto plazo —que ha sido mencionado como uno de los factores desencadenantes de las crisis financieras— ha sido cuestionado por algunos autores, quienes sostienen que el problema está en el uso de los fondos y no en el plazo de la deuda. Si los recursos son prestados a actividades rentables, el endeudamiento a corto plazo no sería un problema, pues los acreedores externos mantendrían sus políticas de préstamos. Si esto es así, la clave está en la calidad de las inversiones realizadas con los préstamos bancarios (Diamond y Rajan 2000).

## 2.2. El papel de los sistemas financieros

### 2.2.1. *Ingresos de capital y boom crediticio*

Por lo general, la existencia de un *boom crediticio* ha sido el preludeo de una crisis financiera. El ingreso de capitales externos, a través del sistema financiero, plantea un problema en términos del uso productivo de los recursos. Varios autores (Kaminsky y Reinhart 1998, Hausmann y Gavin 1998, Gianetti 1999, entre otros) han planteado que los grandes flujos de capital hacia las economías emergentes en los inicios de la década de 1990 fueron intermediados por sistemas financieros dominados por bancos que estaban poco desarrollados. Al respecto existen varias hipótesis:

- La liberalización financiera unida a las reformas estructurales a favor del libre mercado atrajo capitales al mundo emergente. Ello posibilitó que los bancos asuman negocios que antes, dadas las restricciones, no podían hacer. Entonces es factible que cometan errores en el otor-



gamiento de préstamos, pues no estaban preparados ni tenían la experiencia necesaria para ello. Desde el punto de vista de la información asimétrica, la discriminación entre buenos y malos deudores es más difícil de realizar cuando la economía está en proceso de expansión (como el Perú entre 1993 y 1995), pues la mayoría de deudores son rentables y líquidos durante ese período. De esta manera, **el boom crediticio lleva a una declinación de la calidad del portafolio bancario**. Esto no solo responde a una escasa preparación, sino también a cierto grado de irracionalidad de los banqueros privados, que no toman en cuenta su falta de experiencia al momento de tomar decisiones de préstamos.

- La liberalización incrementa la competencia entre los bancos. Esto aumenta la presión a asumir demasiados riesgos en sus préstamos, pero al mismo tiempo, provee a los banqueros de oportunidades de entrar a actividades nuevas y rentables. Cuando se liberalizan las tasas de interés, los bancos compiten por los depósitos. Supongamos la existencia de un banco cuyos administradores son más proclives a asumir inversiones riesgosas. Este banco estará dispuesto a pagar más por los depósitos con relación a los bancos prudentes y seguros. Si existe un seguro de depósito, los ahorristas llevarán su dinero al primero. Esto lleva a que los segundos enfrenten dos opciones: o disminuyen su tamaño (pues pierden ahorristas) u ofrecen las mismas tasas de interés que el banco riesgoso, para lo cual también tienen que asumir inversiones arriesgadas. En consecuencia, el sistema bancario se torna más frágil.
- Los malos préstamos tienden a acumularse y resultan en incobrables cuando el *boom* crediticio se interrumpe por un choque macroeconómico adverso. De ahí que **los buenos tiempos sean malos tiempos para aprender** (Hausmann y Gavin 1998).
- La velocidad de crecimiento de los portafolios de préstamos durante el *boom* crediticio dificulta la recopilación de información. Los bancos no solo aumentan su exposición con su clientela actual, sino que deben buscar nuevos clientes. Por definición, tienen menos información sobre estos últimos; como consecuencia, **el boom crediticio se asocia con mayores riesgos. Este deterioro de la cartera solo se percibe cuando el boom ha pasado**. Por ejemplo, en México entre 1990 y 1994 los depósitos bancarios aumentaron de 20% a 30% del PBI, mientras que los préstamos al sector privado crecieron de 10% a 40% del PBI en el mismo período, previo a la crisis de fines de 1994.

### 2.2.2. Crecimiento y denominación monetaria de las deudas bancarias de largo plazo

La apertura financiera permitió el desarrollo del sistema bancario en las economías emergentes y un aumento, tanto en volumen como en monto, de los créditos otorgados por el sistema, con dos características:

- Un incremento del endeudamiento privado con el exterior a corto plazo, recursos que en el interior eran prestados a largo plazo. Este problema tiene sus orígenes en la experiencia adquirida por los bancos privados externos, pues la historia de América Latina —caracterizada por altas tasas de inflación, devaluaciones y rendimientos reales expost negativos de los depósitos— disminuyó los incentivos de los bancos privados externos para prestar a largo plazo en la región. Desde esa óptica, **la volatilidad macroeconómica previa desempeña un papel fundamental**, así como el tamaño reducido del mercado de bonos, que impide que esta opción sea usada ante problemas de liquidez. La **recuperación de la confianza es un asunto de mediano plazo**. Por ejemplo, y a manera de contraste, en Alemania, el 45% de las deudas del sistema bancario está constituido por bonos de mediano y largo plazo (Goldstein y Turner 1996).
- Los bancos privados se endeudaban en el exterior en dólares, pero prestaban dentro del país en moneda nacional. Esta estrategia expone al sistema a un **riesgo cambiario**, pues una devaluación dificulta que los agentes económicos internos (cuyos ingresos están expresados en moneda nacional) puedan cumplir con sus obligaciones. De ahí que una crisis cambiaria se traslade al sistema bancario.

### 2.2.3. Preparación inadecuada para la liberalización financiera

Como se ha visto en el capítulo anterior, los beneficios de largo plazo de la liberalización financiera son incuestionables. Simultáneamente, ello expone a los bancos privados a nuevos riesgos que, sin la debida protección, pueden conducir a una crisis bancaria. Al liberalizar el sistema financiero y en particular las tasas de interés, los bancos pierden la protección que tenían antes, consecuencia de una estructura regulada que mantenía las tasas de interés de corto plazo por encima de las de largo plazo.

La eliminación de las restricciones en el otorgamiento de préstamos bancarios tiende a aumentar estos últimos. Sin embargo, los administradores de crédito, que antes habían operado en un entorno controlado, pue-

den carecer de la experiencia necesaria para evaluar tanto las nuevas fuentes de crédito como los riesgos de mercado. Al mismo tiempo, la aparición de nuevos competidores (internos y externos) aumenta la presión de los bancos a asumir actividades más riesgosas. En este contexto, la entrada de bancos extranjeros al sistema bancario doméstico puede proveer de importantes beneficios, como los siguientes:

- Aumenta los montos disponibles de financiamiento para proyectos internos, pues facilita el ingreso de capitales. Además, incrementa la estabilidad del financiamiento disponible en las economías emergentes, a través de la diversificación de los portafolios bancarios.
- Mejoran la calidad y cantidad de servicios financieros a través de dos canales: como proveedores de nuevos servicios y mediante la competencia con las instituciones financieras domésticas.
- Mejora la infraestructura del sistema financiero, pues permite importar sistemas más modernos de supervisión y regulación financiera.

De esta manera, a menos que el entorno regulador y supervisor sea fortalecido antes de la liberalización del sistema financiero, las instancias reguladoras y supervisoras pueden adolecer de los recursos o el entrenamiento necesarios para el monitoreo y evaluación de nuevas actividades. Kaminsky y Reinhart (1998) encontraron que en 18 de 25 crisis bancarias analizadas, los sectores financieros habían sido liberalizados en algún momento dentro de los cinco años previos.

#### *2.2.4. Involucración gubernamental en las decisiones de préstamos*

Los objetivos políticos de los gobiernos o los intereses personales de los bancos que se entrometen en las operaciones bancarias, pueden hacer peligrar la rentabilidad y eficiencia bancaria. Esto ocurre a pesar de las privatizaciones, pues en muchos casos el Estado mantiene una significativa participación en los activos bancarios de muchos bancos. De este modo, el gobierno puede influir en la asignación de créditos a ciertos deudores privilegiados. Aquí aparecen los conceptos de *crony capitalism* o capitalismo de amigotes, que para varios autores era una característica de Asia Oriental, y el de *connected lending*, que se refiere a los préstamos otorgados por los bancos a sus mismos propietarios, directores o empresas relacionadas; en síntesis, los riesgos se vinculan con la **falta de objetividad** en la asignación de recursos.

### 3. Las crisis cambiarias: definición y causas

#### 3.1. Una precisión: tipos de cambio nominales y reales

Las crisis de la década de 1990 se han identificado con un aumento en el tipo de cambio. Aquí conviene hacer una precisión, relacionada con la diferencia entre el tipo de cambio nominal y el real.

Cuando se alude al tipo de cambio, por lo general la referencia se hace con respecto del **tipo de cambio nominal**, definido como el número de unidades de moneda nacional que sirven para comprar una unidad de moneda extranjera. En el caso peruano, si se pregunta ¿cuánto cuesta el dólar?, la respuesta se expresa en unidades monetarias (soles por dólar), es decir, se responde con el tipo de cambio nominal.

Para saber si los bienes producidos en un país se tornan más baratos o más caros en relación a los bienes producidos en el exterior, debe incluirse en el análisis lo ocurrido con los precios internos y externos. Esto se logra a través del estudio del **tipo de cambio real**. De acuerdo con Dornbusch y Fischer, “El tipo de cambio real mide la competitividad de un país en el comercio internacional. Está dado por la relación entre los precios de los bienes producidos en el exterior, expresados en la moneda del país y los precios de los bienes producidos en el interior” (Dornbusch 1992: 212). De acuerdo con esta definición, el tipo de cambio real (TCR) se define del siguiente modo:

$$\text{TCR} = (\text{TCN})P^*/P$$

TCN es el tipo de cambio nominal,  $P^*$  los precios externos y  $P$  los precios internos. Como los precios externos están expresados en otra moneda (dólares, yenes, marcos, etc.), al multiplicarlos por el tipo de cambio nominal, lo que se hace es expresar los precios externos en términos de la moneda nacional (soles). Si ambos lados de la ecuación coinciden, se dice que el tipo de cambio se encuentra en su nivel adecuado o de **paridad**. Desde luego, la expresión presentada es una simplificación, pero permite observar varios asuntos de interés.

En primer lugar, si a un país le interesa su competitividad, el tipo de cambio real debe mantenerse en su nivel adecuado. Por ejemplo, si la inflación interna (aproximada por  $P$ ) es mayor que la inflación externa ( $P^*$ ), entonces se reduce el tipo de cambio real (lo que se denomina **apreciación real**) a menos que se ajuste el tipo de cambio nominal. Si el tipo de

cambio real aumenta, habrá ocurrido una **depreciación real**. Por lo tanto, la primera lección para mantener la competitividad de un país es asegurar la inflación baja.

En segundo lugar, los aumentos en el tipo de cambio nominal no siempre elevan el tipo de cambio real. Puede ser que solo sirvan para no perder competitividad. Por lo general, las elevaciones en el tipo de cambio nominal intentan mantener constante el tipo de cambio real. Ahora bien, respecto de los mecanismos de aumento en el tipo de cambio nominal, ellos dependerán del régimen o sistema cambiario establecido por el país (ver capítulo diez).

En tercer lugar, si un país congela el tipo de cambio y esta medida se acompaña por un programa coherente de estabilización, que tenga como objetivo disminuir la inflación, la evidencia empírica demuestra que esta última no se elimina de manera inmediata, pues contiene un elemento inercial. Por lo tanto, la trayectoria de reducción de la inflación es lenta; en esas circunstancias, si el tipo de cambio está congelado, entonces se producirá una **apreciación real**, que tiene efectos negativos sobre las cuentas externas. La pérdida de competitividad se refleja en un lento crecimiento exportador que impacta sobre el aumento de la brecha externa.

En cuarto lugar, cuando el tipo de cambio observado en la realidad se ubica por debajo del nivel de paridad, se dice que la moneda está **sobrevaluada o que existe un atraso cambiario**. En términos simples, el dólar está barato, por lo que los agentes económicos esperarán una corrección del mismo y comprarán dólares hoy para venderlos mañana; así obtienen una ganancia especulativa. A la inversa, si el tipo de cambio observado es mayor que el nivel correspondiente a la paridad, entonces ocurrirá una **subvaluación de la moneda nacional o un adelanto cambiario**.

En sexto lugar, los precios externos pueden entenderse como el nivel de precios del principal socio comercial de un país (en el caso peruano, Estados Unidos), lo que lleva al cálculo del **tipo de cambio real bilateral** o de un conjunto de países (lo que incluiría a los principales socios comerciales, cada uno con ponderaciones distintas); en este último caso, se hace referencia al **tipo de cambio real multilateral**. En el Perú, el Banco Central de Reserva calcula ambos tipos de cambio reales<sup>4</sup>. En el cuadro

4 Para el cálculo del tipo de cambio real bilateral, utiliza los siete socios comerciales de mayor significación.

3.0, a manera de ilustración, se presenta la evolución del tipo de cambio real en la década de 1990.

**Cuadro 3.0**  
**Perú: índice del tipo de cambio real (informal venta)**  
**(1994 = 100)**

|             | <b>Bilateral</b> | <b>Multilateral</b> |
|-------------|------------------|---------------------|
| <b>1990</b> | 155,1            | 147,7               |
| <b>1991</b> | 103,9            | 99,7                |
| <b>1992</b> | 97,9             | 96,4                |
| <b>1993</b> | 109,2            | 106,5               |
| <b>1994</b> | 100,0            | 100,0               |
| <b>1995</b> | 94,9             | 100,3               |
| <b>1996</b> | 95,2             | 98,4                |
| <b>1997</b> | 97,5             | 97,4                |
| <b>1998</b> | 101,5            | 97,9                |
| <b>1999</b> | 115,9            | 108,6               |
| <b>2000</b> | 119,0            | 107,3               |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2000) y *Boletín Semanal* (varios números).

Entre 1990 y 1995, el tipo de cambio real bilateral fue mayor que el multilateral. Entre 1995 y 1996 se observa la tendencia contraria; mientras que a partir de 1998, el tipo de cambio bilateral superó al multilateral. De acuerdo con el banco central, el índice de tipo de cambio real mide el grado de depreciación real de la moneda nacional con respecto al período base empleado; por ello no es una medición del atraso o adelanto cambiario absoluto. Así, entre 1998 y 2000, habría ocurrido una depreciación real con respecto de 1994. Ello podría ser un reflejo de las bajas tasas de inflación observadas en el Perú a partir de ese año (menores que 4%).

### **3.2. ¿Qué es una crisis cambiaria?**

No existe unanimidad en la definición de una crisis cambiaria, a pesar de que esta ha estado asociada a las crisis financieras internacionales de la década de 1990. A continuación se resumen algunas de las conceptualizaciones planteadas por diversos autores.

Frankel y Rose (1996) conceptualizan una crisis cambiaria como un **aumento del tipo de cambio nominal mayor que 25%**, porcentaje definido de manera arbitraria. Esquivel y Larraín (1998) definen las crisis cambiarias como un **cambio abrupto en el tipo de cambio nominal**; ahora bien, si el aumento en el tipo de cambio nominal ocurre en una proporción igual al diferencial de inflaciones, manteniendo constante el poder de compra de la moneda nacional, el tipo de cambio real no se altera (ver acápite anterior). En consecuencia, las devaluaciones nominales que tienden a ocurrir en momentos de alta inflación y que ajustan el tipo de cambio a la inflación, no constituyen una crisis cambiaria. Para que un aumento en el tipo de cambio nominal sea calificado como una crisis cambiaria, debe acumularse un **aumento del tipo de cambio real mayor que 15% durante tres meses**.

Glick y Hutchison (1999) definen una crisis cambiaria a partir de un cambio grande en un **índice de presión cambiaria**, definido este último como el promedio ponderado de los cambios en el tipo de cambio mensual y/o la variación mensual de las pérdidas en reservas. La medida presume que cualquier cambio en el tipo de cambio nominal resulta en una alteración del tipo de cambio real. Definen como un **cambio grande** aquella situación en la cual el indicador excede a la media más dos desviaciones estándar del país específico.

Estas definiciones de crisis cambiarias se ajustan a lo ocurrido en Asia Oriental. Entre junio y diciembre de 1997, la rupia indonesia se depreció en más de 140%, el won coreano y el baht tailandés en más de 80% y, tanto el ringitt de Malasia como el peso filipino, en 50% (Ito 1999). Estos episodios, como se verá en los capítulos cinco y seis, estuvieron asociados a fuertes salidas de capital.

Existen diferentes modelos teóricos que pretenden explicar las razones de una crisis cambiaria. Los primeros asocian la crisis externa con debilidades fundamentales de la economía e inconsistencias de la política económica; modelos posteriores vinculan las crisis con un cambio en las expectativas de los agentes, a pesar de los fundamentos económicos sólidos. Para ambos tipos de interpretaciones, existen diferentes variantes y la distinción no solo es cronológica. A continuación se presentan las características de ambos.

### 3.2.1. Los modelos de primera generación

El punto de partida de los modelos de primera generación está relacionado con un artículo de Paul Krugman (1979), inspirado en un modelo previo desarrollado por Salant y Henderson (1978)<sup>5</sup>. Krugman consideró una economía pequeña y abierta con un tipo de cambio fijo, dentro de la cual el crédito doméstico se expande, sea para financiar déficit fiscales o para proveer asistencia a un sistema bancario débil. El exceso de liquidez, debido a la política fiscal expansiva, financiada con creación de dinero, presiona sobre el tipo de cambio fijo, que es defendido por el banco central a través de la venta (y por ende disminución) del nivel de reservas. En la medida que las reservas disminuyen, como consecuencia de la **inconsistencia de políticas**, la economía es sujeta a un **ataque especulativo** que termina en el agotamiento de las reservas y el subsiguiente abandono del sistema cambiario fijo y el tránsito hacia uno flotante. El momento exacto del ataque especulativo está determinado por un nivel mínimo de reservas; cuando las reservas alcanzan ese límite mínimo, los especuladores optan por comprar moneda extranjera y agotan las reservas en un corto período de tiempo. Esto ocurre porque los agentes económicos saben que, en algún momento, las autoridades monetarias ya no podrán defender el tipo de cambio; llegado ese momento, el tipo de cambio subirá y con él la inflación. Entonces, es racional comprar moneda extranjera anticipándose a ese hecho.

Por lo tanto, el modelo de Krugman predice una crisis de balanza de pagos como consecuencia de la incompatibilidad de políticas fiscales expansivas con el intento de las autoridades de mantener fijo del tipo de cambio. De este modo la crisis se puede predecir, pues basta observar la disminución en reservas para intuir hasta cuándo la autoridad monetaria podrá defender el tipo de cambio. Cuando las reservas se agotan, los incrementos posteriores en la oferta monetaria **no pueden comprar más moneda extranjera**, por lo que se genera inflación.

El modelo de Krugman y sus extensiones posteriores han sido denominados **modelos de primera generación**; la crisis es inevitable y predecible en una economía con un constante deterioro de sus fundamentos, entendidos estos a partir de la inconsistencia de políticas. Por lo tanto, proveen una explicación causal de las crisis financieras, tanto ex ante como ex post. Desde el punto de vista microeconómico, estos modelos tienen la

5 El modelo de Krugman ha sido denominado el modelo *canónico* por el mismo autor.



ventaja de mostrar que el comportamiento racional de los agentes económicos puede transformar pequeños cambios en los fundamentos económicos en un ataque especulativo masivo y en una crisis severa (Bustelo, García y Olivie 1999).

Además, a partir de los modelos de primera generación, los diversos estudios coinciden en sostener que una crisis financiera tiene mayor probabilidad de ocurrencia cuando:

- El nivel de reservas es bajo en términos absolutos o como porcentaje de un agregado monetario. De manera alternativa, la reducción en el nivel de reservas puede ser predicción de una crisis posterior.
- Existe un déficit fiscal financiado con emisión monetaria.
- Se observa una apreciación de la moneda nacional y un déficit en cuenta corriente.

### *3.2.2. Los modelos de segunda generación*

La mayoría de modelos de segunda generación apareció luego de la crisis europea de 1992-93 y la crisis mexicana de 1994. Fueron una respuesta al hecho de que los modelos de primera generación no aportaban los elementos suficientes para explicarlas. Un elemento común a los modelos de segunda generación es la focalización en la probabilidad de una crisis cambiaria en una economía con fundamentos económicos sólidos. Se trata de **crisis que no estuvieron originadas en un deterioro de los fundamentos de una economía**. Los ataques especulativos (es decir, una compra masiva de dólares), ¿siempre ocurren porque el mercado percibe alguna inconsistencia en las políticas o pueden ocurrir de un modo arbitrario en países con fundamentos económicos sólidos?

La crítica más importante al modelo de Krugman radica en el hecho de que asume un comportamiento mecanicista del gobierno, en el sentido de que mantiene el déficit fiscal financiado con emisión, sin tomar en cuenta la situación externa. Del mismo modo, asume que la autoridad monetaria continuará con la venta de reservas hasta agotarlas. No incluye la opción de una corrección intermedia de las políticas o el uso de otros instrumentos de política monetaria, para contraer la oferta monetaria y reducir la liquidez. Dicho de otro modo, no presenta la posibilidad de un ajuste durante el proceso de reducción de reservas.

**Los modelos de segunda generación requieren tres ingredientes:** en primer lugar, debe existir una razón que lleve a que los gobiernos

deseen abandonar el tipo de cambio fijo; en segundo lugar, debe existir un motivo para la opción contraria, es decir, que el gobierno decida defender el tipo de cambio; en tercer lugar, el costo de defender el tipo de cambio debe incrementarse conforme aumenten las expectativas de los agentes económicos de que se va a abandonar la defensa cambiaria.

Una posible explicación a la primera cuestión es que el gobierno desee desarrollar una política más expansiva (por ejemplo, para reducir el desempleo), política que sería insostenible con un tipo de cambio fijo. Con respecto del segundo aspecto, el gobierno podría desear mantener el tipo de cambio fijo como garantía de credibilidad, dado el nexo entre un tipo de cambio más alto y la inflación resultante. El tercer punto está relacionado con las expectativas: **es costoso mantener fijo el tipo de cambio si los agentes económicos esperan hoy que el tipo de cambio se deprecie en el futuro**. Esto ocurre porque la defensa del tipo de cambio pasa por aumentar las tasas de interés de corto plazo (para hacer atractivo que se mantengan depósitos en moneda nacional), pero ello conlleva costos en términos de producto y empleo.

Con estos tres elementos puede deducirse lo siguiente: supongamos que la relación entre el costo de defender el tipo de cambio y el costo de abandonar la defensa se deteriora en el tiempo, por lo que en algún momento posterior la moneda se devaluará, exista o no un ataque especulativo. En ese escenario, los especuladores optarán por comprar moneda extranjera para protegerse del riesgo cambiario futuro, lo que elevará el costo de la defensa y precipitará el abandono de la misma. De ahí que, en opinión de Krugman (1997), la crisis es provocada, en última instancia, por un deterioro de los fundamentos económicos, que hacen insostenible el mantenimiento del tipo de cambio fijo en el largo plazo.

Entonces, estos modelos consideran el colapso del tipo de cambio fijo no como un inevitable resultado del proceso económico, sino a partir de una opción de política: **la devaluación resulta del análisis de las autoridades del país, de comparar los beneficios y costos de mantener el tipo de cambio fijo**. Los costos pueden deteriorar los fundamentos, en términos de mayor desempleo, crecimiento de la brecha externa, etc. En la medida en que los costos aumenten, la confianza de los agentes privados en cuanto a la mantención del tipo de cambio fijo se deteriora, y se eleva así la probabilidad de una devaluación. Llegado un momento, procede el ataque especulativo. En otras palabras, **las expectativas de una devaluación** originan cambios en los fundamentos, lo que a su vez eleva el costo de la defensa del tipo de cambio fijo. Esta retroalimentación

lleva al ataque especulativo. En contraste, en los modelos de primera generación la única opción que tienen los gobiernos es defender el tipo de cambio, mediante la pérdida de reservas.

El uso extensivo de los modelos de segunda generación se remonta al caso de la crisis europea de 1992-93. En esos episodios, las autoridades decidieron abandonar los tipos de cambio fijos, no porque estuvieran agotando sus reservas, sino porque no deseaban enfrentar **ataques especulativos**, en un entorno dentro del cual los fundamentos básicos de las economías eran sólidos. Por lo tanto, los gobiernos tomaron en cuenta los costos y beneficios de abandonar los tipos de cambio fijos. Una segunda razón fue la naturaleza inesperada y aparentemente inexplicable de algunas de estas crisis, que llevó a varios investigadores a sugerir la posibilidad de una **crisis por expectativas**. Por ejemplo, Francia estuvo sujeta a varios ataques especulativos, a pesar de su modesto déficit fiscal, un tipo de cambio adecuado (es decir, no existía una apreciación de la moneda nacional) y un superávit en cuenta corriente.

Entonces, ¿cómo puede desencadenarse una crisis cambiaria? La clave está en el vínculo entre el estudio, por parte del gobierno, de mantener un tipo de cambio fijo y las expectativas del sector privado. Como se ha analizado en los párrafos precedentes, si los inversionistas privados esperan que el tipo de cambio fijo se abandone, el costo para el gobierno de mantener fijo el tipo de cambio aumenta, lo que lleva a que se abandone el tipo de cambio fijo. En otras palabras, se trata de una **profecía autocumplida**. En ella, el gobierno valida las expectativas del mercado.

Lo anterior no implica, como se ha visto, que los fundamentos no desempeñen un papel. En los modelos de segunda generación existe un rango **fuerte** de los fundamentos, dentro del cual el ataque especulativo no ocurre, por lo que el gobierno no valida las expectativas del mercado. En esas circunstancias, no es racional que los participantes del mercado esperen una depreciación de la moneda. De manera alternativa, existe un rango de fundamentos **débiles**, dentro del cual los costos de defender el tipo de cambio son tan altos que el ataque especulativo fuerza al abandono del tipo de cambio fijo. Una de las falencias de estos modelos es que no explican las razones que determinan el ataque especulativo.

En consecuencia, las crisis son difíciles de predecir, pues los ataques especulativos pueden o no materializarse. Se trata de crisis originadas en las expectativas de los agentes del mercado y no en inconsistencias últimas de la política económica. De ahí que la decisión gubernamental de abandonar o no la defensa del tipo de cambio dependa, en última instancia, de

las expectativas de los agentes privados. Entonces, se trata de crisis que no siempre tienen que ocurrir, pero que ocurren porque los participantes del mercado esperan que suceda (Obstfeld 1994).

Eso último lleva a la idea de **equilibrios múltiples**. En función de las expectativas de los agentes privados, existirá un tipo de cambio u otro, ambos de equilibrio. Si los fundamentos económicos son sólidos, es decir, no existe déficit fiscal, la brecha externa es baja, no hay problemas de liquidez en el sistema bancario, etc., los costos de defender el tipo de cambio son mínimos, de modo que no hay retroalimentación entre los costos y las expectativas, se logra un buen equilibrio. En contraste, si los fundamentos no son sólidos, el equilibrio se logrará con una devaluación. Desde luego, como se ha visto, existe un rango amplio en cuanto a la posición de los fundamentos y su interacción con los costos de defender/abandonar el régimen cambiario. En consecuencia, existen equilibrios múltiples.

Los modelos de segunda generación no están exentos de debilidades. Si bien es cierto que explican la posibilidad de equilibrios múltiples, dados ciertos fundamentos, no profundizan las razones que provocan el cambio en las expectativas que llevan a la crisis. De ahí que no tengan capacidad predictiva. Los modelos de primera generación se focalizan en la inconsistencia de las políticas económicas, por lo que el origen de la crisis es identificable; en contraste, los de segunda generación se basan en el comportamiento de los agentes privados. Desde esa óptica, liberan al gobierno de la responsabilidad de evitar las crisis cambiarias; sin embargo, los diseñadores de política aún tienen una responsabilidad: evitar los equilibrios múltiples (Bustelo, García y Olivé 1999).

A modo de síntesis, en el cuadro 3.1 se presentan las principales diferencias entre los modelos de primera y segunda generación:

**Cuadro 3.1**  
**Modelos de primera y segunda generación**

| <b>Modelos de primera generación</b>                    | <b>Modelos de segunda generación</b>                           |
|---|--|
| Las crisis son inevitables                              | Las crisis son contingentes                                    |
| Las crisis son predecibles                              | Las crisis son impredecibles                                   |
| Las expectativas privadas acentúan la crisis            | Las expectativas privadas causan la crisis                     |
| Problemas en los fundamentos causan la crisis           | Los malos fundamentos permiten el cambio en las expectativas   |
| Las políticas del gobierno causan los malos fundamentos | Los gobiernos optan entre políticas, dados ciertos fundamentos |

Fuente: Adaptado de Bustuelo, García e Iliaca (1999: 50).

#### **4. Los modelos de contagio**

Una característica de la mayoría de las crisis de la década de 1990 fue la transmisión de un choque inicial en un país específico a otros mercados de diferentes tamaños y estructuras, alrededor del mundo. Este fenómeno se ha denominado **contagio**, aunque algunos autores solo aluden a la interdependencia entre países (Forbes y Rigobón 1999). El interés en este concepto aumentó en la segunda parte de la década, cuando las crisis financieras se expandieron por la mayoría de economías emergentes y afectaron a países con fundamentos económicos sólidos, que poco tiempo atrás eran muy bien catalogados por los analistas del mercado y los organismos financieros internacionales (Edwards 2000a).

El contagio ha sido definido de distintos modos. Eichengreen y Rose (1999) y Kaminsky y Reinhart (1999) conceptualizan el contagio como **una situación en la que una crisis en cualquier país aumenta la probabilidad de una crisis en los demás**. Edwards (2000a) adopta una definición más restrictiva: el contagio alude a aquellas situaciones donde la extensión y magnitud de la transmisión internacional de un choque excede a la esperada ex ante. Para ello distingue tres mecanismos de propagación de los *shocks* internacionales: el primero corresponde a cambios globales que afectan a todos los países del mundo (por ejemplo, el aumento del precio internacional del petróleo); el segundo se refiere a choques que provienen de un país que está relacionado con otro u otros a través de canales

comerciales; el tercero incluye los casos no contenidos en los dos primeros. Este último caso es denominado contagio; es decir, **el contagio se entiende como un residual**, donde la magnitud de la transmisión internacional de un choque excede a lo esperado por los participantes del mercado<sup>6</sup>.

En esta línea han aparecido diferentes modelos de contagio, que han intentado desarrollar un marco teórico que explique por qué un choque en algún país puede transmitirse a otros. Algunos inciden en los vínculos comerciales entre los países (donde se incluye el hecho de que pueden no tener una relación comercial directa, pero sí compiten juntos en un tercer mercado) y en ese contexto ha surgido el debate sobre si aquello se denomina contagio o solo interdependencia<sup>7</sup>. Otros enfatizan los canales financieros, el papel de acreedores comunes, el hecho de que los inversionistas ataquen las monedas de países con una situación macroeconómica similar al primer país que hizo crisis, etc.

La observación empírica de las crisis financieras de la década de 1990 muestra que cuando ocurre una crisis financiera en un país, es común que una crisis similar ocurra en otro país en un corto período de tiempo y, por lo general, en la misma área geográfica. Los casos de México (1994) y su impacto en Argentina (1995) y la propagación de la crisis asiática iniciada en Tailandia (1997) son un ejemplo de ello. Sin embargo, lo que dificulta la definición del **contagio** puede ejemplificarse a través de los siguientes casos:

- La crisis del mecanismo cambiario europeo de 1992-93 se debió a que la inestabilidad cambiaria se propagó por distintos países, dado el alto nivel de interdependencia comercial entre los mismos. Se trató de un vínculo comercial. Por ejemplo, el ataque especulativo a la libra esterlina y su posterior depreciación dañó la competitividad internacional de la República de Irlanda, pues el Reino Unido es su principal mercado. De ahí que Irlanda sufriera un ataque especulativo a inicios de 1993. Lo mismo ocurrió en Portugal como consecuencia de la depreciación de la peseta española en 1992<sup>8</sup>.

6 Este mismo criterio fue adoptado por Masson (1998).

7 La devaluación de Finlandia de 1992 repercutió negativamente en Suecia, no por los vínculos de comercio directos entre ambos países, sino porque sus exportaciones competían en un tercer mercado, similar para ambos países.

8 Estas evidencias han llevado a interpretar que el comercio internacional, y no las expectativas formadas a partir de factores macroeconómicos, fue el canal dominante del contagio entre las monedas europeas a inicios de la década de 1990. Véase Eichengreen, Rose y Wyplosz (1996).

- El impacto de la crisis mexicana sobre Argentina no se explica por los lazos comerciales entre ambos países, pues no solo el comercio bilateral era mínimo, sino que tampoco competían en un tercer mercado. En este caso, los inversionistas percibieron que ambos tenían una situación macroeconómica similar, por lo que luego de la caída mexicana, decidieron atacar a Argentina.
- La crisis rusa de 1998 determinó una sequía crediticia en el resto de economías emergentes, sin que existieran mayores vínculos comerciales entre Rusia y otras economías afectadas por la crisis. Por ejemplo, un mes después de la devaluación y moratoria rusa, la bolsa de valores de Brasil disminuyó en 50%. Pese a que no existe una definición consensual de lo que se entiende por contagio, la mayoría de investigadores coincidió en que la transmisión del choque de Rusia a Brasil fue un caso de contagio.

La ausencia de vínculos comerciales mostrada en los dos últimos casos y la importancia creciente de los mercados financieros ha llevado a la búsqueda de otras fuentes de contagio. Algunas explicaciones se basan en el comportamiento en manada de los inversionistas (*head behavior*), mientras que otras sostienen que los países estaban expuestos a acreedores externos comunes (Kaminsky y Reinhart 1999). De este modo, una crisis cambiaría en un país puede deteriorar la percepción de los agentes económicos en otros países con características similares, de manera que se genera una desconfianza generalizada de los inversionistas. Sin embargo, el hecho de que las crisis coincidan en el tiempo no significa que haya existido contagio, pues el origen puede estar en algún factor externo común que afectó a todos los países en forma simultánea. Un ejemplo podría ser el aumento en las tasas de interés internacionales, en cuyo caso no hay contagio. En el caso de Asia Oriental, la devaluación del yen japonés entre 1995 y 1996 afectó la competitividad de todos los países que un año después hicieron crisis.

¿Por qué se separa el análisis del contagio de los modelos de primera y segunda generación? La razón es que existen distintos modelos de contagio, algunos de los cuales se ajustan mejor a unos modelos que a otros. Si un choque externo provoca un cambio en los fundamentos, que a su vez lleva a una crisis, los modelos de primera generación proveen una mejor explicación. Por el contrario, si la crisis es causada por expectativas, el contagio se comprende de una manera más apropiada con los modelos de segunda generación.

Drazen (1999) sostiene que existe contagio cuando la causa principal de la crisis cambiaria o ataque especulativo en un país, es la crisis cambiaria en otro país. Sin embargo, para que ocurra la crisis en el primer país, tiene que ocurrir un deterioro de los fundamentos o un cambio en las expectativas; de acuerdo con Masson (1998) solo en el segundo caso se trata de un contagio puro. Por lo tanto, la crisis en el primer país pone en funcionamiento una serie de mecanismos que causan la crisis en el segundo. De esta manera, la crisis en un país puede afectar los fundamentos económicos de otro a través de dos canales: en primer lugar, **el vínculo comercial** entre ambos, pues la devaluación en un país origina que el otro pierda competitividad, lo que lleva a un aumento de la brecha externa y, por ende, a una reducción de reservas; el colapso de una moneda acelera el colapso del régimen cambiario en el segundo, que tarde o temprano se ve obligado también a devaluar. Esta explicación podría estar detrás de la propagación de la crisis de Asia Oriental y también la turbulencia en Argentina como consecuencia de la crisis brasileña de 1999. En segundo lugar, el deterioro de los fundamentos puede darse a través de los **mercados financieros**: un tercer país puede reducir su liquidez en otro para evitar las pérdidas originadas por la crisis en el primer país. Entonces, el deterioro de los fundamentos puede llevar a un problema de expectativas; de ahí que los modelos de contagio no siempre guarden relación con aquellos de primera generación.

Una crisis en un país puede activar una crisis en otro por razones no explicadas por los fundamentos económicos; en términos simples puede llevar a un cambio en expectativas, dada la información existente sobre el segundo país. Dicho de otro modo, **la crisis cambiaria en un país no provoca de manera inmediata un deterioro de los fundamentos en el otro, pero sí afecta el riesgo percibido por los inversionistas**. El cambio en las expectativas origina la crisis en el segundo país. Entonces, en esta última posibilidad, la explicación vendría dada por los modelos de segunda generación<sup>9</sup>.

### ***5. La interacción entre las crisis bancarias y cambiarias***

Varias de las crisis financieras de la década de 1990, particularmente aquellas ocurridas en los países nórdicos (inicios de la década), Venezuela, México y Turquía (1994), Bulgaria (1996) y Asia Oriental (1997), han presentado en forma conjunta crisis bancarias y cambiarias, situación que ha

9 Esta posibilidad ha sido modelada por Esquivel y Larraín (1998), entre otros.



sido denominada como **crisis gemelas** o **twin crises**<sup>10</sup>. Desde un punto de vista teórico, la conexión entre ambas crisis se encuentra en el hecho de que los bancos tienen activos y pasivos externos. Por esa razón, algunos autores no distinguen ambos fenómenos y los presentan como manifestaciones simultáneas de factores causales comunes. El principal de ellos es la iliquidez internacional, definida como una situación en la que el sistema financiero del país tiene obligaciones potenciales de corto plazo con el exterior mayores que el monto de moneda extranjera al cual puede tener acceso de manera inmediata. El ingreso de capitales (en particular los de corto plazo) y la liberalización financiera aumentan la vulnerabilidad del sistema bancario ante un cambio en las expectativas de los agentes privados (Chang y Velasco 1999).

Obstfeld (1994) argumenta que un sistema bancario débil puede precipitar una crisis cambiaria si los especuladores racionales anticipan que los diseñadores de política optarán por la inflación y no por la estabilidad cambiaria, pues prefieren evitar problemas bancarios que asumir los costos de defender el tipo de cambio. En este caso, la causalidad iría de una crisis bancaria a una cambiaria.

En el mismo sentido, Calvo (1998a) considera que la razón fundamental para un ataque especulativo originado en expectativas que conduce a equilibrios múltiples, es la vulnerabilidad del sistema bancario, resultante de la combinación de medidas de política diseñadas para compensar el riesgo país con un ingreso masivo de capitales. Por lo tanto, los fundamentos financieros de una economía son tan relevantes como los tradicionales (es decir, baja inflación, bajo déficit fiscal, etc.) Las crisis pueden aparecer sin una brecha externa o un déficit fiscal. Los problemas se ubican en el sector financiero, de acuerdo con el siguiente razonamiento:

- La vulnerabilidad financiera, entendida como el descalce entre la maduración de los activos y pasivos de los bancos, genera incertidumbre con respecto al compromiso de los gobiernos de mantener sus políticas. La incertidumbre implica riesgos para el inversionista cuando presta dinero para proyectos de inversión en el país. Ante ello, los gobiernos intentan compensar el riesgo a través del ofrecimiento de subsidios a los inversionistas, para atraer capitales o, de manera alternativa, mediante la implementación de controles a la salida de capitales. Las garantías institucionales son un ejemplo de los meca-

10 Uno de los estudios más citados es Kaminsky y Reinhart (1998).

nismos de compensación del riesgo. Sin embargo, la existencia de tales garantías lleva a que los bancos comerciales presten capital para inversiones ilíquidas. Dicho de otro modo, si los depositantes saben que existe un prestamista de última instancia, tienen menos incentivos para monitorear la calidad y características de los préstamos bancarios (que reciben depósitos a corto plazo, pero prestan a largo plazo).

- Un masivo ingreso de capitales también incrementa la vulnerabilidad financiera. La razón es que, por un lado, gran parte de los capitales son de corto plazo y, por otro, aumenta la disponibilidad de fondos para préstamos de largo plazo. Sin embargo, los agentes privados saben que el ingreso de capitales es temporal y que la economía, tarde o temprano, retornará a su estado inicial. En consecuencia, como los agentes privados son conscientes de la vulnerabilidad del sistema, se incrementan las expectativas de una crisis bancaria. A su vez, estas crisis pueden provocar una crisis cambiaria, debido a las garantías que ofrece el banco central a los bancos comerciales. Esta situación se exagera por el hecho de que los inversionistas tienden a seguir los rumores del mercado más que los fundamentos económicos del país.

También existen estudios que explican la causalidad de una crisis cambiaria a una bancaria. Miller (1996) muestra que un ataque especulativo puede llevar a una crisis bancaria si los depósitos son utilizados para especular contra la moneda. Rojas-Suárez y Weisbrod (1995) sostienen que una crisis cambiaria puede llevar a problemas en un sistema bancario vulnerable si los diseñadores de política responden a la presión sobre el tipo de cambio, mediante una elevación de las tasas de interés. Por último, Mishkin (1996) sustenta que una crisis en balanza de pagos precipita una crisis bancaria, pues la devaluación debilita la posición de los bancos si es que estos tienen una parte importante de su deuda denominada en moneda extranjera. Una característica común de estos mecanismos es que los bancos ya eran vulnerables antes de la crisis cambiaria<sup>11</sup>.

En lo que respecta a la existencia de **crisis gemelas**, Kaminsky y Reinhart (1998) analizan el vínculo entre ambas para una muestra de 20 países (entre los cuales se encuentra el Perú) para el período 1970-1995, y llega a las siguientes conclusiones<sup>12</sup>:

11 Con respecto a la vulnerabilidad del sistema bancario, se sugiere revisar el capítulo anterior.

12 En el período mencionado, estudian 76 crisis cambiarias y 26 crisis bancarias.

- Los problemas en el sistema bancario preceden a la crisis cambiaria y esta profundiza la crisis bancaria, generándose un círculo vicioso. El pico de la crisis bancaria coincide con el colapso cambiario. Lo anterior no implica que la crisis bancaria sea la causa inmediata de la cambiaria, sino que ambas tienen causas comunes.
- Ambas crisis son precedidas por una recesión, atribuida a un deterioro de los términos de intercambio, una sobrevaluación cambiaria o una elevación de las tasas de interés. De esta manera, el inicio de la crisis se encuentra en un *boom* de consumo financiado por la expansión del crédito bancario y el endeudamiento externo. En algún momento, el alto nivel de endeudamiento externo (reflejado en una brecha externa alta) puede ser percibido como insostenible, lo que precipita un ataque especulativo. La consiguiente salida de capitales afecta al sistema bancario.
- La liberalización financiera precede a las crisis bancarias, pues actúa como un choque externo que aumenta el ingreso de capitales, lo que genera un *boom* crediticio y un ciclo expansivo de la economía.
- La vulnerabilidad financiera de la economía aumenta las deudas incobrables del sistema bancario.
- Las crisis están precedidas por fundamentos económicos débiles. Las crisis gemelas tienen un impacto negativo mayor en aquellas economías donde los fundamentos económicos han sido más débiles.

Glick y Hutchinson (1999) postulan un modelo canónico de crisis cambiarias y bancarias, con el objetivo de establecer un punto de partida que sirva para investigar los vínculos entre ambas. Por un lado, plantean que las crisis cambiarias dependen del grado de sobrevaluación de la moneda, el lento crecimiento exportador previo a la crisis y un ratio alto entre oferta monetaria y nivel de reservas. Por otro lado, las crisis bancarias dependen de la evolución del PBI real, la inflación y la liberalización financiera. El modelo incluye una muestra de 20 países industrializados, 32 economías emergentes (entre las cuales incluyen a toda América del Sur, a excepción de Bolivia y Paraguay) y 38 economías en desarrollo (este grupo está subdividido entre economías en transición y países de Centroamérica y África). El estudio lo realizaron para el período 1975-1997 y encontraron los siguientes resultados:

- Las crisis gemelas se incrementaron a partir de 1990, lo que coincide con la liberalización financiera. Por un lado, de un total de 90 crisis bancarias, el 52% ocurrió después de 1990. Por otro, de 202 crisis

cambiarias, el 33% ocurrió en la década de 1990. Las crisis bancarias son más frecuentes luego de la liberalización financiera.

- De las 37 crisis gemelas de la muestra, 21 (es decir, el 57%) ocurrieron después de 1990.
- Las crisis gemelas son un fenómeno concentrado en las economías emergentes de mercado con liberalización financiera. De las 37 crisis gemelas, 30 ocurrieron en ellas.

## **6. ¿Pueden predecirse las crisis?**

Los modelos de primera y segunda generación proveen una serie de elementos que explican las causas de las crisis cambiarias. Como se ha visto, aquellos de primera generación fueron una respuesta a las crisis cambiarias ocurridas en países en desarrollo, como México (1973-82) y Argentina (1978-81). El elemento común estuvo en las políticas macroeconómicas expansivas que precedieron a las crisis, bajo un entorno de tipos de cambio fijos. Desde esa óptica, las crisis eran predecibles, a pesar de que los estudios iniciales se centraron en casos específicos para países particulares, por lo que quedaban dudas con respecto de la generalización de los resultados. Edwards (1989) examina la evolución de una serie de variables durante los tres años previos a 39 devaluaciones ocurridas en una muestra de países en desarrollo entre 1962 y 1983. Compara su comportamiento con aquel de un grupo de control (definido como un conjunto de países que mantuvo fijos sus tipos de cambio durante diez años) y concluye que los elementos de predicción más relevantes de una crisis son las políticas domésticas expansivas, la apreciación cambiaria, el aumento en la brecha externa y la disminución en las reservas. Estos elementos antecedieron a la devaluación y permitieron un mayor grado de generalización con respecto a las investigaciones iniciales que, como se ha mencionado, se referían a casos específicos.

Sin embargo, los ataques especulativos de la década de 1990 desafiaron la visión de que las crisis cambiarias se debían a la incapacidad de los gobiernos de mantener la disciplina fiscal y monetaria. La combinación de la solidez de los fundamentos económicos y las crisis cambiarias originó los modelos de segunda generación, que aportaban otros elementos como antecedentes de una crisis<sup>13</sup>.

13 El caso más notable de la combinación de fundamentos económicos sólidos y crisis cambiarias es la experiencia europea de 1992-93.

Es en este contexto que desde la segunda parte de la década de 1990 diversos investigadores han intentado desarrollar un **conjunto de modelos** con el objetivo, no solo de profundizar el estudio de las fuerzas que contribuyeron con las crisis financieras y cambiarias, sino también de predecir crisis futuras<sup>14</sup>. Los modelos existentes contienen una serie de elementos. En primer lugar, una definición precisa de crisis cambiaria y algún mecanismo para generar predicciones. En segundo lugar, una muestra de países que atravesaron por una crisis en algún momento del tiempo; aquí es claro que puede aparecer un sesgo; sin embargo, a mayor tamaño y diversificación de la muestra, menor sesgo. En tercer lugar, la elección de una serie de indicadores, cuyo comportamiento permita predecir que un país tiene mayor probabilidad de entrar en un período de crisis. Por último, la definición del período de tiempo, aspecto que tiene varias dimensiones: la selección de la data histórica (por ejemplo, analizar las crisis ocurridas entre 1970 y 1998), la frecuencia de la data (mensual, trimestral, anual) y la elección del intervalo de tiempo dentro del cual se predice la crisis (por ejemplo, si el indicador se desvía de su tendencia 12 meses antes de la ocurrencia de la crisis).

Es conveniente precisar que, si bien es cierto que las distintas crisis no han sido iguales entre sí, también lo es el hecho de que han tenido algunos patrones similares. Por ejemplo, la crisis de América Latina de la década de 1980, que se inició con la moratoria mexicana en 1982, reflejó una mixtura de choques externos y desequilibrios domésticos, que se hicieron más evidentes durante el período previo de fuertes influjos de capital. Los modelos de primera generación aparecieron como una respuesta a ese tipo de crisis. En contraste, la crisis europea de 1992-93, la crisis mexicana de 1994-95 y la crisis del Asia Oriental sugirieron distintas explicaciones, dando origen a los modelos de segunda generación. Por un lado, hubo elementos de expectativas (el cambio en la percepción de los inversionistas extranjeros) y, por otro, aspectos internos que aumentaron la vulnerabilidad de la economía; en el caso mexicano, la conjunción de ambos precipitó el ataque especulativo de diciembre. La crisis de Asia Oriental de 1997 colocó los mercados financieros en el centro del debate, pues antes de este episodio las fuentes tradicionales de los desequilibrios (brecha fiscal, inflación, etc.) no existían, al menos en la magnitud de las que prevalecieron en América

14 Los estudios más relevantes han sido desarrollados por Frankel y Rose (1996), Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998), Berg y Pattillo (1998), Kaminsky (1998) y Edison (2000).

Latina en la década de 1980. En simultáneo, los portafolios de préstamos se habían deteriorado y el sector empresarial estaba sobreendeudado, como resultado del otorgamiento de préstamos de baja calidad y erróneas decisiones de inversión. Como se verá en los capítulos dedicados al estudio de la crisis del Asia Oriental (cinco y seis), la debilidad del sector financiero y empresarial fue el elemento común a los países afectados. Este problema se magnificó con la transmisión de la crisis de un país a otro.

En consecuencia, construir un modelo común a estos tipos de crisis no es tarea simple. Lo que sí es posible es identificar un conjunto de síntomas comunes. Entre ellos se encuentran los ciclos de sobreendeudamiento, que por lo general siguen a la liberalización financiera, las corridas bancarias, las políticas monetarias expansivas, los problemas en la cuenta corriente de la balanza de pagos (comportamiento de las exportaciones, importaciones, términos de intercambio y tipo de cambio real), las dificultades en la cuenta de capitales de la balanza de pagos (nivel de reservas, nivel y composición de la deuda externa y del ingreso de capitales), niveles de crecimiento del PBI más lentos, variables externas (como la tasa de interés mundial), variables fiscales y variables institucionales y políticas.

Ahora bien, el hecho de que una economía presente problemas a partir de las variables mencionadas, no implica que necesariamente se desencadene una crisis. De ahí que la clave pueda estar en definir la severidad del problema para cada una de las variables; por ejemplo, ¿en qué nivel se torna insostenible el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos? La definición de esos puntos críticos no es una labor sencilla, pues si se colocan niveles muy exigentes para el indicador, este puede enviar señales falsas, en el sentido de que la crisis no ocurre; lo mismo sucede si los niveles críticos son poco exigentes.

La mayoría de investigaciones al respecto puede dividirse en cuatro categorías<sup>15</sup>:

- Un primer grupo provee una discusión cualitativa de las causas y desarrollos previos a una crisis cambiaria, mediante el análisis de la evolución de una serie de indicadores. No desarrollan pruebas formales para evaluar el uso de los indicadores como elementos de predicción de una crisis.

15 Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998) hacen una recopilación de 28 modelos existentes, cuyo objetivo común es el intento de predecir las crisis.

- Un segundo grupo de estudios examina los hechos estilizados en el período previo a la crisis. En algunos casos, se compara el comportamiento de algún indicador antes de la crisis contra su evolución en períodos tranquilos para el mismo grupo de países. En otros casos se usa como grupo de control un conjunto de países que no atravesaron por una crisis. En estos casos, se desarrollan pruebas paramétricas y no paramétricas para evaluar las diferencias entre ambos grupos.
- Un tercer grupo de estudios estima la probabilidad de una devaluación, sobre la base de un modelo teórico explícito y mediante el uso de modelos econométricos. Esta metodología permite reducir la lista de indicadores con capacidad predictiva, si como resultado de las pruebas, algunos de ellos no tienen significancia desde el punto de vista estadístico.
- Un cuarto grupo presenta un enfoque no paramétrico para evaluar la utilidad de una serie de variables como señales de una crisis futura. Implica monitorear la evolución de una serie de indicadores que tienden a comportarse de un modo anómalo antes de la crisis. Las desviaciones de esas variables de sus niveles normales son usadas como señales de alarma que anticipan la posibilidad de una crisis en un período cercano.

Los modelos deben verse como una herramienta útil de diagnóstico y, por ende, es necesario que sean complementados con una supervisión más estrecha del país, pero de ningún modo pueden sustituir a esta última (Edison 2000). También es cierto que si las crisis son el resultado de un comportamiento irracional de los inversionistas, que atacan a las economías con fundamentos económicos sólidos y estables, entonces no existe nada que los diseñadores de política puedan hacer para prevenir una crisis, pues las economías estarían sujetas a los vaivenes de los mercados internacionales de capitales.

A continuación y a manera de ilustración, se revisan algunos estudios empíricos realizados en este campo y los aspectos metodológicos utilizados, para luego ver si calzan con las crisis ocurridas.

El modelo de **Frankel y Rose (1996)**, que fue uno de los pioneros al respecto, utilizó data anual para 105 países en desarrollo, entre 1971 y 1992. Frankel y Rose, como se ha visto, definen una crisis cambiaria como una depreciación nominal del tipo de cambio mayor que 25%, nivel establecido de manera arbitraria. Las variables de interés que podrían considerarse de manera potencial como elementos de predicción de una crisis son agrupadas en cuatro categorías:

- Los indicadores macroeconómicos domésticos: la tasa de crecimiento del crédito doméstico (usado como una medida de la política monetaria), la brecha fiscal como porcentaje del PBI (utilizado como una medida cruda de la política fiscal), el ratio reservas/importaciones, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PBI, la tasa de crecimiento del PBI real y el grado de sobrevaluación de la moneda nacional.
- Las variables externas: el ratio deuda/PBI como una medida primaria del nivel de deuda externa, el ratio reservas/importaciones mensuales, el ratio cuenta corriente/PBI y el tipo de cambio real (como una medida de competitividad). Estas variables son utilizadas como indicadores de vulnerabilidad ante choques externos.
- Composición de la deuda: inversión extranjera directa frente a flujos de portafolio (los autores presumen que la primera es más estable que la segunda), inversión de portafolio de largo plazo frente a corto plazo, endeudamiento a tasas fijas frente a tasas variables y denominación de la deuda en moneda nacional frente a moneda extranjera. Los autores examinan siete características distintas de la composición del ingreso de capitales o deuda. Cada una es expresada como porcentaje del *stock* total de deuda externa: el monto de la deuda con la banca comercial, el monto de deuda concesional, el monto pactado a tasas de interés variables, el monto de la deuda que corresponde al sector público, el monto de la deuda de corto plazo, el monto de la deuda con los bancos de desarrollo multilaterales (incluye al Banco Mundial y otros bancos regionales, pero no al FMI) y el flujo de inversión extranjera directa.
- Variables de entorno externo: la actividad económica global, los precios internacionales de las materias primas (*commodities*), la tasa real de interés y otros choques originados en los mercados financieros. Para ello, se focalizan en dos indicadores: la tasa de interés externa de corto plazo (construida como un promedio ponderado de las tasas de interés de Estados Unidos, Alemania, Japón, Francia, Reino Unido y Suiza) y el crecimiento real del PBI de las economías de la OCDE (como una medida de la demanda de los países industrializados).

De acuerdo con la definición de crisis cambiaria adoptada, los autores encuentran 117 episodios de crisis en el período considerado, con una tendencia a concentrarse a mediados de la década de 1980. Del mismo modo, analizan el comportamiento de los indicadores descritos tres años antes de



la ocurrencia de la crisis, con el objetivo de descubrir las raíces de la misma. Encuentran los siguientes resultados:

- Los países que han atravesado por una crisis cambiaria tienden a concentrar una alta proporción de su deuda externa con la banca comercial, a tasas variables de interés y con períodos de maduración relativamente cortos. Además, la inversión extranjera directa representa una pequeña proporción del total del flujo de capitales.
- Las tasas de interés externas tienden a ser altas en los períodos que preceden a la crisis, lo que muestra la importancia de este factor como fuente de las crisis cambiarias (Calvo, Leiderman y Reinhart 1993).
- Las crisis cambiarias son precedidas por un atraso cambiario (sobreevaluación de la moneda nacional) mayor que 10%, una declinación del nivel de reservas y una tasa de crecimiento alta del crédito doméstico (lo que es consistente con los modelos de primera generación).
- Un hallazgo contraintuitivo es que si bien encuentran que la cuenta corriente se halla en déficit, este es pequeño, al igual que las brechas fiscales.

Frankel y Rose consideran como elementos de predicción de una crisis cambiaria más significativos, desde el punto de vista estadístico, los bajos flujos de inversión extranjera directa, el alto crecimiento del crédito doméstico, el lento crecimiento del PBI y las altas tasas de interés externas.

Otro modelo es el propuesto por **Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1998)**. A partir de la evidencia empírica de las crisis cambiarias, los autores proponen la creación de un **sistema de señales de alarma** (*early warning system*), siguiendo el enfoque de extracción de señales (Edison 2000), que puede realizarse de dos maneras:

- Estimar a partir de un modelo multivariado probit o logit, la probabilidad de una devaluación. Esta opción tiene la ventaja de resumir la información en un solo indicador, además de incluir a todas las variables simultáneamente. Sin embargo, no permite ordenar los indicadores de acuerdo con su capacidad predictiva, pues todas las variables entran en la regresión sean o no significativas. En segundo lugar, no provee una lectura transparente respecto de dónde y qué tan graves son los problemas macroeconómicos.

- Comparar el comportamiento de un conjunto de variables seleccionadas en el período que precede a la crisis con el comportamiento de las mismas en un grupo de control. Permite identificar aquellas variables que pueden ser consideradas como mejores predicciones de una crisis.

Los autores utilizan la segunda variante y para ello monitorean la evolución de una serie de variables. Cuando alguna de estas variables se desvía de su nivel normal, por encima o por debajo de cierto umbral, entonces es considerada como una señal de alarma con respecto de una eventual crisis dentro de un período de tiempo.

Desde el punto de vista operacional, definen una crisis como una situación en la cual un ataque especulativo lleva a una considerable depreciación, una gran disminución de las reservas o una combinación de ambas. De esta manera, la definición permite incluir ataques exitosos y no exitosos y es aplicable a cualquier régimen cambiario. Para cada país, la crisis se identifica expost por el comportamiento de un **índice de presión cambiaria**, definido como un promedio ponderado de los cambios porcentuales mensuales, tanto del tipo de cambio, como del nivel de reservas del país. Las ponderaciones son escogidas de modo que los dos componentes del índice presenten la misma varianza condicional. Un incremento en el índice refleja una mayor demanda por moneda extranjera. Así, la crisis se identifica a partir del comportamiento del índice de presión cambiaria. Los períodos en los cuales el índice se ubica por encima de su promedio, por más de tres desviaciones estándar, son definidos como episodios de crisis.

Los 15 indicadores utilizados son los siguientes: nivel de reservas, importaciones, exportaciones, términos de intercambio, desviaciones del tipo de cambio real de su tendencia, el diferencial entre las tasas reales de interés externas e internas por los depósitos, el exceso de oferta monetaria, el multiplicador monetario, el ratio crédito doméstico/PBI, la tasa real de interés en los depósitos, el ratio tasa de interés sobre los préstamos/tasa de interés sobre los depósitos, el *stock* de depósitos de la banca comercial, el ratio oferta monetaria/reservas, un indicador del nivel de actividad y un índice del precio de las acciones.

El intervalo de tiempo —esto es, el período dentro del cual se espera que el indicador tenga la capacidad de predecir una crisis— fue definido como 24 meses. En consecuencia, una señal que es seguida por una crisis dentro de los 24 meses siguientes es considerada una buena señal; en caso

contrario, se trata de un ruido o una mala señal. Un indicador envía una señal cuando excede a su media más allá de cierto umbral. Este umbral es calculado para cada indicador y país. En el modelo, utilizan una muestra de 20 países: 9 de América Latina, 4 de Asia y 7 de otros continentes. El período de tiempo fue de 1970 a 1995, y se encontraron 76 crisis cambiarias y 26 crisis bancarias.

Para examinar la efectividad de los indicadores individuales, los autores proponen considerar cada uno de ellos dentro de algún casillero de la siguiente matriz:

|                         | Crisis (dentro de los 24 meses) | No crisis (dentro de los 24 meses) |
|-------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| La señal fue emitida    | A                               | B                                  |
| La señal no fue emitida | C                               | D                                  |

Un indicador perfecto será aquel que produzca observaciones solo en las celdas A o D. Pese a que ningún indicador resulta perfecto, en el análisis empírico, los autores demuestran que un adecuado sistema de señales de alarma debe considerar al conjunto variado de indicadores descritos, pues las crisis cambiarias están precedidas de una serie de problemas económicos. En cuanto al ordenamiento de los indicadores, obtuvieron los siguientes resultados:

- En promedio, los quince indicadores alertaron el 70% de las crisis.
- El ordenamiento de los indicadores que enviaron una señal en cada uno de los 24 meses previos a la crisis (casillero A), mostró que los mejores elementos de predicción fueron el tipo de cambio real, el nivel de reservas internacionales, el ratio oferta monetaria/reservas, el multiplicador monetario, las crisis bancarias y el comportamiento de los términos de intercambio. Los menos relevantes fueron el nivel de importaciones y el ratio tasa de interés activa/ tasa de interés pasiva.
- De manera análoga, los indicadores que menos señales erradas enviaron en cada uno de los 24 meses previos a una crisis (casillero B de la matriz) fueron los mismos definidos como mejores elementos de predicción en el acápite anterior.
- Los autores también ordenan los indicadores de acuerdo con el número de meses previos a la crisis en que emitieron señales. Esto es relevante para los diseñadores de política, pues si el indicador solo

envía una señal cuando la crisis ya es inminente (por ejemplo, un mes antes) es poco lo que puede hacerse para evitarla. Aquellos indicadores que alertaron la posibilidad de una crisis con mayor anticipación fueron los siguientes: crisis bancarias, tipo de cambio real y tasa de interés real. Cabe mencionar que el ordenamiento no implica dejar de lado algunos indicadores, sino que es una cuestión de mayor o menor relevancia.

En conclusión, los autores sostienen que las señales aparecen con la anticipación suficiente, de modo que las autoridades pueden poner en marcha medidas preventivas. Sin embargo, también argumentan que el sistema de señales presenta limitaciones, pues pueden aparecer otras variables, de naturaleza política e institucional, cuya relevancia depende del país y del momento en que ocurren. De ahí que este sistema tenga que ser complementado con un seguimiento más detallado del país.

**Berg y Pattillo (1998)** evalúan los dos modelos presentados y desarrollan **un modelo mejorado de señales de alarma para su uso en el FMI**. Los autores investigan si el uso de tales modelos en 1996, habría servido para predecir la crisis de Asia Oriental de 1997. La respuesta es afirmativa, pero no hubieran predicho con exactitud el momento preciso de la crisis. Para ello modifican la muestra de países del modelo de Kaminsky, Lizondo y Reinhart, pues omiten a los europeos y agregan otras economías emergentes, como Corea. Además, usan un modelo probit multivariado y encuentran que la probabilidad de una crisis cambiaria aumenta cuando el crecimiento del crédito doméstico es alto, el tipo de cambio real se encuentra sobrevaluado y el ratio oferta monetaria/reservas es alto.

En síntesis, puede concluirse que la capacidad predictiva de los modelos es mayor en la medida que se observe un deterioro claro de los fundamentos económicos; de ahí que Berg y Pattillo (1998) concluyan que la crisis de Tailandia era predecible. Sin embargo, cuando la crisis no responde, en términos generales a los fundamentos económicos, la tarea es más compleja, pues habría que agregar variables difíciles de cuantificar, como las expectativas de los inversionistas, es decir, **el sentir del mercado**. Ello no implica que los modelos no sean útiles, sino que son una herramienta complementaria al estudio particular de cada país, pues cada uno tiene especificidades distintas. En todo caso, la creación de modelos de predicción es una línea de investigación en la cual todavía hay mucho camino por recorrer.



## IV

# ***La crisis financiera de México***

*El presidente que devalúa se devalúa*

Expresión atribuida por Luis Pazos al ex presidente de México, Lopez Portillo.

### **1. Introducción**

El 22 de mayo de 1995 Michael Camdessus, entonces director del Fondo Monetario Internacional, calificó a la crisis mexicana de 1994, como **la primera crisis financiera del siglo XXI que afectó a una economía emergente**, en un contexto mundial caracterizado por la globalización de los mercados financieros internacionales (Camdessus 1995). Esta afirmación puede sonar contradictoria con el hecho de que algunos años atrás, México había sido considerado como un **reformista modelo** encaminado a convertirse en el **milagro económico latinoamericano** (Ros y Lustig 2000: 2). Por ello, lo ocurrido en México planteó una serie de dudas con respecto de la sostenibilidad de los procesos de reformas orientadas al libre mercado; sin embargo, su rápida recuperación, unida a la profundización de las reformas estructurales, dejó enseñanzas para el resto de las economías emergentes. Pese a ello, la posterior crisis asiática, volvió a cuestionar al libre mercado como estrategia de desarrollo. De ahí la importancia de comprender la naturaleza de la crisis mexicana y la necesidad de aprender las lecciones que de ella quedaron, pues puede plantearse la hipótesis de que Asia Oriental no asimiló lo ocurrido en México.

El presente capítulo tiene como objetivo explicar las razones que llevaron a que un país, que transitaba hacia una senda de prosperidad, sufriera la crisis más profunda desde la época de la depresión mundial de la década de 1930. Desde luego existen varias interpretaciones para encontrar al **culpable**, pues cada una de ellas entraña un juicio de valor. Por lo demás, lo complejo de la economía está en la capacidad de predecir las crisis y no solo explicarlas luego de ocurridas, pese a que un análisis exhaustivo de las mismas permite extraer ciertas lecciones generales o un conjunto de hechos estilizados que conforman el marco general que precipita a un país hacia una crisis.

## 2. Antecedentes: ¿un reformista exitoso?

En agosto de 1982 México enfrentó una seria crisis económica, que llevó al país a anunciar la moratoria de su deuda externa. Se inició así la llamada **crisis de la deuda**, que afectó a la mayoría de países endeudados, que perdieron el acceso al crédito en los mercados internacionales. La comunidad financiera internacional reaccionó no solo a través de un recorte del acceso a los mercados financieros a México, sino a toda América Latina y se generó así, la denominada **década perdida** para la región; la ausencia de financiamiento externo, combinada con los bajos niveles de ahorro interno, contribuyó a interrumpir el crecimiento, con el consecuente impacto social.

En el caso de México, se pusieron en marcha un conjunto de políticas macroeconómicas restrictivas, unidas a una serie de controles de precios, nacionalización de bancos y restricciones a las importaciones. En 1985, el deterioro de la economía, condujo a implementar una serie de reformas estructurales a favor del libre mercado, como base para sostener el crecimiento futuro.

De ahí en adelante, México se propuso como meta la estabilización de la economía, lo que se traducía en dos objetivos: reducir la inflación y restaurar el equilibrio en la balanza de pagos. Para lograrlo, entre 1982 y 1987 las autoridades mexicanas utilizaron un **programa ortodoxo de estabilización**, que incluía la reducción del déficit fiscal y políticas monetarias contractivas para lograr el primer objetivo, así como devaluaciones para solucionar el problema externo (en la década de 1980, hubo dos maxidevaluaciones, en 1982 y 1987). El resultado fue mixto: por un lado, el programa fue exitoso en el frente externo, pero no en el interno; es decir, no consiguió bajar la inflación y por consiguiente, tampoco pudo retomar la senda de crecimiento. La inflación de 1987 fue de 159,2%, la más alta desde 1982.

Las autoridades mexicanas decidieron incorporar un **elemento heterodoxo** al esquema inicial, pues la inflación parecía depender de características estructurales que mantenían alta la inflación, a pesar de las restricciones en la demanda, elemento central del programa ortodoxo de estabilización. El mecanismo fue la institucionalización del **Pacto de Solidaridad Económica**, más conocido como **el Pacto**.

El Pacto era un mecanismo de consulta, a través del cual, representantes de los diferentes sectores de la economía, como los agricultores, empresarios privados, Gobierno y sindicatos laborales, se ponían de acuer-

do en implementar controles de precios. El Pacto se inició en diciembre de 1987, dejando dos meses para que los precios lleguen a los niveles correctos, para luego congelarlos. En esos dos meses, la inflación fue de 25%. El congelamiento fijó los principales precios de la economía: el tipo de cambio, los precios de los servicios públicos, salarios y los precios de una canasta básica de bienes para reducir el impacto en la caída de los salarios reales. Los precios se revisarían con cierta periodicidad, al interior del Pacto, para coordinar la reducción de la inflación. Los resultados fueron positivos, pues la inflación trimestral anualizada se redujo de 200% en el primer trimestre de 1988 a 20% en el último trimestre (Bannister 1996).

El éxito del Pacto, llevó al gobierno de Carlos Salinas de Gortari (1988-1994) a plantear como objetivo la reactivación de la economía; la condición previa era revertir la transferencia neta de recursos al exterior, que entre 1983 y 1988 representó un promedio anual de 6% del PBI. Para crecer había que invertir, para lo cual se necesitaban recursos; la concepción era que mientras el país siguiera con las transferencias de recursos al exterior (en la forma de pago de deuda externa, consecuencia de la crisis de la deuda de 1982) no había posibilidades de crecer. La iniciativa fue reestructurar el pago de la deuda externa al interior del **Plan Brady** (expresión relacionada con Nicholas Brady, secretario del Tesoro de los Estados Unidos), anunciada en marzo de 1989 y basada en una reducción voluntaria de la deuda externa; la idea básica era cambiar la **deuda vieja por deuda nueva de largo plazo**, con un valor menor que la anterior<sup>1</sup>; para ser elegible dentro del Plan Brady, los países tenían que poner en marcha un conjunto de reformas orientadas al libre mercado. México y Costa Rica fueron los primeros países, en 1989, en lograr acuerdos de reducción de deuda dentro del Plan Brady.

El éxito de las negociaciones permitió que México retornara al mercado internacional de capitales; reapareció así el ingreso de capitales al país para poder financiar el crecimiento. En paralelo, se dieron señales al sector privado, tanto interno como externo, para que reasuman su papel de inversionistas, como por ejemplo, la privatización de Telmex, que era un monopolio estatal de telefonía, así como la reprivatización del sistema bancario y de otras empresas públicas. A lo anterior habría que agregarle el inicio de las negociaciones para el ingreso de México al Nafta (Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá). La combinación de estos

1 Entre 1989 y 1997 Costa Rica, México, Venezuela, Uruguay, Argentina, Brasil y Perú lograron acuerdos con sus acreedores privados para reducir la carga de la deuda.



elementos generó un ambiente optimista con respecto de la evolución futura de la economía mexicana. En síntesis, los principales componentes del programa de reforma, puesto en marcha por la administración de Salinas, en 1988, fueron los siguientes:

- a. Apertura de la economía a la competencia internacional.
- b. Un programa extenso de privatizaciones.
- c. Un programa de estabilización basado en dos elementos: políticas monetarias y fiscales contractivas y el uso del tipo de cambio como un ancla nominal.
- d. El Pacto de Solidaridad Económica (denominado después Pacto de Estabilidad y Crecimiento).

Los resultados del programa de Salinas de 1988 fueron considerados modestos, pero en la dirección correcta (Griffith-Jones 1996, Edwards 1997, entre otros). Entre 1988 y 1994, el crecimiento promedio anual del PBI fue de 2.8%, pero la expansión exportadora fue lenta; la apreciación cambiaria fue significativa, el ahorro privado disminuyó y la pobreza y la distribución de ingresos se mantenían como un problema serio, en el sentido de que el aparente éxito macroeconómico no se traducía en resultados sociales positivos. El equilibrio fiscal se logró en 1992 y la inflación se redujo a un dígito.

Por lo tanto, se planteó una divergencia entre el programa de reformas y los resultados alcanzados en términos económicos y sociales. Desde esa óptica, el milagro mexicano fue **inventado** por los expertos financieros, académicos y organismos financieros internacionales como el FMI y el Banco Mundial (Edwards 1997: 4). En el cuadro 4.1 se presenta la evolución de los principales indicadores de la economía mexicana en la década de 1990.

Las reformas estructurales reflejaban la adherencia a los principios del libre mercado como asignador de recursos; la apertura al exterior posibilitó una enorme afluencia de capitales; entre 1991 y 1992, llegaron a México US\$ 11 mil millones y en 1992, US\$ 15 mil millones. Durante el período de gobierno de Salinas (1988-1994) se estima que ingresaron US\$ 51 mil millones. En 1993 se alcanzó un record en el nivel de reservas, US\$ 29 mil millones, que contrastaba con los US\$ 1.780 millones de 1982. Sin embargo, se incubaban dos problemas: **la apreciación cambiaria** y **el déficit en cuenta corriente del PBI**, que era financiado por la entrada de capitales, muchos de ellos de naturaleza volátil. El ingreso de capitales se ubicó alrededor de 7% del PBI anual, entre 1992 y 1994.

**Cuadro 4.1**  
**México: indicadores económicos 1990-1999**

|             | Variación<br>PBI | Inflación | Ahorro<br>interno | Ahorro<br>externo | Variación<br>exportaciones | Variación<br>importaciones |
|-------------|------------------|-----------|-------------------|-------------------|----------------------------|----------------------------|
| <b>1990</b> | 5,0              | 29,9      | 20,3              | 2,8               | 5,3                        | 19,7                       |
| <b>1991</b> | 4,2              | 18,8      | 18,7              | 4,7               | 5,0                        | 15,1                       |
| <b>1992</b> | 3,6              | 11,9      | 16,6              | 6,7               | 4,9                        | 19,6                       |
| <b>1993</b> | 1,9              | 8,0       | 15,2              | 5,8               | 8,0                        | 1,8                        |
| <b>1994</b> | 4,4              | 7,0       | 14,7              | 7,1               | 17,8                       | 21,2                       |
| <b>1995</b> | -6,2             | 52,0      | 19,3              | 0,5               | 30,1                       | -15,0                      |
| <b>1996</b> | 5,1              | 27,7      | 22,7              | 0,7               | 18,2                       | 22,8                       |
| <b>1997</b> | 6,8              | 15,7      | 24,0              | 1,9               | 10,8                       | 22,8                       |
| <b>1998</b> | 4,8              | 18,6      | 20,6              | 3,8               | 12,0                       | 16,4                       |
| <b>1999</b> | 3,6              | 12,3      | 20,3              | 2,9               | 13,8                       | 12,8                       |

Fuente: Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

En paralelo, en la búsqueda de lograr que los beneficios de las reformas se expandieran al resto de la población, Salinas creó un amplio programa social, denominado PRONASOL (Programa Nacional de Solidaridad), ente encargado de asignar fondos en forma descentralizada para financiar proyectos de desarrollo.

### **3. La gestión de la crisis**

#### **3.1. El ingreso de capitales y la balanza de pagos**

La percepción internacional del milagro mexicano originó un fuerte influjo de capitales privados al país. El hecho de que los capitales fueran privados, persuadió a las autoridades mexicanas a no preocuparse por el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, pues consideraban como un éxito el hecho de haberse convertido en un país atractivo para los inversionistas extranjeros. Parece ser un hecho estilizado que el ingreso de capitales, originado entre otros factores, por la liberalización de la cuenta de capitales, resulta en una apreciación cambiaria, como se verá más adelante.

El ingreso de capitales privados se debió a varias razones: en primer lugar, la ya comentada percepción favorable en los círculos financieros internacionales con respecto a las bondades de la economía mexicana; en segundo lugar, aunque parezca obvio, a la liberalización y apertura de la economía al exterior; en tercer lugar, el ingreso oficial de México al Nafta, que se hizo efectivo el 1° de enero de 1994, lo que magnificó el optimismo con respecto a la solidez del país.

En cuanto a la magnitud de los flujos y su relación con la brecha externa, el cuadro 4.2 muestra la evolución de ambos entre 1988 y 1993.

**Cuadro 4.2**  
**Balanza de pagos 1988-1993**  
**(en miles de millones de dólares)**

|                                     | 1988   | 1989   | 1990   | 1991    | 1992    | 1993    |
|-------------------------------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Cuenta corriente</b>             | -0,988 | -5,823 | -7,450 | -14,649 | -24,439 | -23,300 |
| <b>Cuenta de capitales</b>          | -5,774 | 4,745  | 10,889 | 22,232  | 26,361  | 30,491  |
| - Pública                           | 0,265  | -1,124 | -1,820 | 3,424   | 7,940   | 7,882   |
| - Privada                           | -6,039 | 5,869  | 12,709 | 18,807  | 18,241  | 22,609  |
| <b>RIN (incremento en negativo)</b> | 6,763  | 1,078  | -3,439 | -7,583  | -1,923  | -7,092  |

Fuente: Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

En el cuadro 4.2 se observa que la brecha externa más que se triplica entre 1990 y 1993; del mismo modo, esa brecha se financió con el ingreso de capitales (cuenta de capitales) que también se triplicó en el mismo período. Sin embargo, cabe notar que el ingreso de capitales privados se multiplicó por cuatro entre 1989 y 1993.

La composición del ingreso de capitales privados se presenta en el cuadro 4.3, observándose una significativa inversión en portafolio con relación a lo ocurrido en el mismo período en otros países.

**Cuadro 4.3**  
**Composición porcentual del ingreso de capitales 1990-1993**

|                                     | México | Argentina | Chile | Tailandia | Indonesia |
|-------------------------------------|--------|-----------|-------|-----------|-----------|
| <b>Inversión en portafolio</b>      | 67     | 37        | 22    | 6         | -3        |
| <b>Inversión extranjera directa</b> | 21     | 42        | 31    | 20        | 28        |
| <b>Otros (préstamos bancarios)</b>  | 12     | 21        | 47    | 75        | 75        |
| <b>Total</b>                        | 100    | 100       | 100   | 100       | 100       |

Fuente: Griffith-Jones (1996: 6).

La predominancia de inversión en portafolio contrasta con lo ocurrido en otros países; la inversión extranjera directa, que se presume es menos volátil solo representaba el 21% del total de ingreso de capitales, mientras que la inversión en portafolio, el 67% de los mismos.

Esta inversión en portafolio, de naturaleza cortoplacista y volátil, fue consecuencia del retorno de México al mercado internacional de bonos, que aumentó hasta US\$ 24 mil millones en 1993, en parte gracias a la reducción del riesgo país de las principales clasificadoras de riesgo internacionales; esto permitió que el país se convirtiera en emisor de bonos en los mercados externos.

Relacionado con lo anterior, hasta 1990 solo los residentes mexicanos podían adquirir bonos gubernamentales expresados en pesos. En 1990, el Gobierno extendió esta posibilidad a residentes extranjeros, incrementándose el total a 18 mil millones de pesos a fines de 1993 (57% del total en manos de extranjeros). La emisión de bonos no estaba relacionada con el financiamiento del déficit fiscal, sino que se hacía con el objetivo de esterilizar parte del ingreso de capitales. Ello no quita que la deuda pública con el exterior creciera en forma considerable, con el agravante de que la mayoría de estos bonos tenía vencimientos menores de un año. Por su parte, la banca privada también tomó préstamos del exterior por un monto de US\$ 22 mil millones entre 1990 y 1993.

No es de extrañar, en consecuencia que la brecha externa (financiada con los capitales externos) creciera, tal como se muestra en el cuadro 4.4.

**Cuadro 4.4**  
**Déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos**  
**(% del PBI)**

|                       | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Brecha externa</b> | -1,4 | -2,8 | -3,0 | -5,1 | -7,4 | -6,4 | -7,7 |

Fuente: Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx)

Hacia 1994 la brecha externa estaba explicada por el sector privado, pues el sector público mantuvo un superávit fiscal entre 1990 y 1994. Esto contrasta con la crisis mexicana de 1982, pues en ese año la brecha externa fue similar, pero estaba vinculada con un déficit fiscal de 13% del PBI. En consecuencia, el problema en la década de 1990 era privado y no público. Esta constatación contribuyó a que las autoridades mexicanas **no vieran con malos ojos** el problema externo.

La brecha externa no siempre causa una crisis financiera; puede existir durante un tiempo sin originar daños a una economía, bajo dos condiciones: primero, que no ocurra ningún choque exógeno que dañe la confianza de los inversionistas; segundo, que se permita el aumento gradual del tipo de cambio, para neutralizar el aumento de la brecha. Ninguna de estas dos condiciones se cumplieron en México, como se verá más adelante.

### 3.2. La apreciación cambiaria

Desde 1988 el tipo de cambio fue utilizado como un ancla nominal para reducir la inflación. En un contexto de libre movilidad de capitales, mantener fijo el tipo de cambio nominal, reduce el tipo de cambio real, lo que incentiva las importaciones y produce un crecimiento exportador más lento; estas tendencias inciden en el aumento de la brecha externa.

Durante el primer año del Pacto la reducción de la inflación fue el resultado de la fijación del tipo de cambio. A inicios de 1989, fue reemplazado por un sistema cambiario de minidevaluaciones (*crawling peg*), consistente en el preanuncio de pequeñas devaluaciones, pero por debajo de la inflación esperada; en un inicio, el tipo de cambio se elevaría un peso por día (lo que equivalía a una depreciación anual de 16%); en 1990 el incremento diario del tipo de cambio fue reducido a 80 centavos (11% de depreciación anual) y en 1991 a 40 centavos diarios (5% de depreciación anual).

En noviembre de 1991 se alteró el sistema cambiario, instituyéndose **un sistema de bandas cambiarias**. Se estableció un piso fijo de la banda en 3,0152 pesos por dólar y un techo que aumentaría en 0,0002 pesos diarios; a partir de octubre de 1992, el techo de la banda se incrementaría en 0,0004 pesos diarios. Una característica de la banda cambiaria era su estrechez, es decir, el rango entre el piso y el techo de la banda era pequeño (Edwards y Savastano 1998). Este sistema se mantendría hasta 1994; el 20 de diciembre de ese año, el techo de la banda se amplió en 15%, precipitándose la crisis cambiaria y financiera.

Cabe mencionar que diversos analistas coincidían en que existía una apreciación cambiaria que debía corregirse (Meigs 1997, Lustig 1995, Edwards 1997, entre otros). En 1992 Milton Friedman visitó México y sostuvo que el sistema cambiario adoptado era insostenible. Observó que entre febrero de 1988 y mayo de 1992, la inflación acumulada en México había sido de 133%, mientras que la inflación de Estados Unidos solo de 19,8% en el mismo período. El aumento en el tipo de cambio nominal solo había corregido la apreciación en 36% (Meigs 1997). Dornbusch sostuvo que la apreciación cambiaria era el principal problema de México<sup>2</sup>.

En el cuadro 4.5 se presenta la evolución del tipo de cambio real (TCR), medido como el diferencial entre las inflaciones de México y Estados Unidos, así como la del tipo de cambio nominal (TCN).

**Cuadro 4.5**  
**Evolución del tipo de cambio real (1990=100) y nominal (pesos por dólar)**

|             | TCR    | TCN  |
|-------------|--------|------|
| <b>1990</b> | 100,0  | 2,81 |
| <b>1991</b> | 91,14  | 3,01 |
| <b>1992</b> | 83,34  | 3,09 |
| <b>1993</b> | 78,73  | 3,11 |
| <b>1994</b> | 81,92  | 3,37 |
| <b>1995</b> | 118,44 | 6,41 |
| <b>1996</b> | 107,45 | 7,59 |
| <b>1997</b> | 95,04  | 7,91 |

Fuente: Krueger y Tornell (1999: 42).

2 Citado por Edwards Sebastián y Miguel Savastano (1998: 5).

En consecuencia, la apreciación cambiaria y el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos fueron señales de alarma, no corregidas por las autoridades mexicanas, que defendían la situación bajo el argumento de que los incrementos en productividad, consecuencia de la apertura al exterior, llevarían a un fuerte crecimiento exportador que reduciría la brecha externa (Edwards y Savastano 1998).

¿Por qué la inflación interna se redujo lentamente? El ingreso de capitales obligaba al Banco de México a esterilizar los flujos, en el sentido de comprar los dólares para que el tipo de cambio nominal no cayera por debajo del piso de la banda (en cuyo caso se hubiera revaluado). Esa inyección de pesos impidió lograr las metas de inflación proyectadas. Por ejemplo, en 1990 se programó una inflación de 15%; sin embargo, si se observa el cuadro 4.1, la inflación efectiva fue de 29,9% (Pazos 1995). En opinión del mismo autor, el error del Gobierno consistió en creer que la emisión no tenía un riesgo inflacionario, pues el aumento en las importaciones significaba más oferta, que respaldaría a la mayor demanda. Así, lograrían bajar la inflación y crecer al mismo tiempo. Aunque sea paradójico, el ingreso de capitales, esterilizado por el Banco de México, fue un factor importante en la lenta reducción de la inflación y, por consiguiente, en la apreciación cambiaria (Pazos 1995 y Henderson 1998).

El problema de la esterilización, como se ha comentado, fue la emisión monetaria que la acompañaba. Una alternativa hubiera sido lograr un superávit en las finanzas públicas, pues esto permite comprar dólares con recursos sanos; así, se hubiera podido subir el tipo de cambio, sin necesidad de tener que recurrir a la emisión monetaria. En México, en 1990, el saldo de dinero en circulación aumentó en 100%, a pesar de que el Banco de México no financió al Gobierno con emisión monetaria.

#### **4. 1994 y el estallido de la crisis**

La crisis estalló el 20 de diciembre de 1994, cuando las autoridades monetarias abandonaron el sistema de bandas cambiarias y dejaron la determinación del tipo de cambio al libre juego de oferta y demanda. Dicho de otro modo, el Banco de México abandonó la defensa del peso. ¿Cuáles fueron las causas de la crisis?

Para colocar la situación en perspectiva y a manera de síntesis, el retorno al mercado internacional de capitales y la incorporación de México al Nafta, generaron un optimismo excesivo en el exterior que, a partir de

1990, se manifestó en un masivo ingreso de capitales privados al país, lo que se tradujo en los siguientes hechos:

- a. Un exceso de gasto, originado en la mayor disponibilidad de créditos del sistema bancario; este exceso de gasto presionó sobre las importaciones, si se toma en cuenta la liberalización comercial previa. Dentro de la balanza de pagos, la cuenta de capitales financiaba a la cuenta corriente. Esta situación solo era sostenible, si continuaba el ingreso de capitales a la economía.
- b. Una apreciación cambiaria originada en dos motivos: por un lado, el hecho de usar al tipo de cambio como un ancla antiinflacionaria (y por ende la reticencia de las autoridades a ajustarlo, es decir, a aumentarlo); por otro, el masivo ingreso de capitales originó que el tipo de cambio se mantenga en el piso de la banda; en esas condiciones, el Banco de México defendía el piso de la banda mediante la compra de dólares, lo que aumentaba el nivel de reservas y al mismo tiempo la liquidez en pesos de la economía.
- c. El sector público entra en escena cuando amplía la venta de valores gubernamentales a extranjeros residentes, denominados cetes (Certificados de la Tesorería de la Federación, expresados en pesos) para esterilizar, es decir, retirar el exceso de liquidez. Esto llevó a un crecimiento de la deuda pública, lo que incrementó la vulnerabilidad de la economía, pues los vencimientos de los cetes eran de corto plazo.

Estos tres hechos hacían a la economía vulnerable ante una reversión o salida de capitales de la economía. ¿Qué ocurrió en 1994 que precipitó la reversión de capitales? ¿Qué medidas tomaron las autoridades ante la salida de capitales? ¿Fueron las adecuadas? A continuación se intenta responder a estas interrogantes, sin dejar de lado que ninguna causa aislada explica la crisis, sino la conjunción de ellas.

#### **4.1. El problema de Chiapas y el aumento de la tasa de interés internacional**

Los inversionistas externos son sensibles ante cualquier cambio que altere la estabilidad no solo económica, sino también política y social del país. Cuando perciben señales de inestabilidad, huyen en manada (*head behavior*). El 1° de enero de 1994, el mismo día del ingreso formal de México al Nafta, apareció un grupo guerrillero al mando del subcomandante



Marcos, denominado Ejército Zapatista para la Liberación Nacional (EZLN), que tomó la ciudad de San Cristobal de las Casas en el estado de Chiapas, ubicado al sur de México, en la frontera con Guatemala. Este hecho llevó a pensar que algo andaba mal en México. Como sostiene Sabino, "...es un levantamiento contra los caciques del partido, contra la corrupción y la venalidad, contra una política social que más parece diseñada para favorecer el enriquecimiento de los funcionarios y proyectar la imagen del presidente que para resolver los auténticos problemas que se padecen en tan apartada región" (Sabino 1998: 155).

Visto este hecho desde otra perspectiva, las reformas estructurales de Salinas, habían provisto de beneficios a grandes sectores de mexicanos, pero al mismo tiempo, no habían alcanzado a una porción significativa de los mismos. El nivel de pobreza en México a mediados de la década de 1980 era de 27,5%, para reducirse solo a 25,9% en 1993. La pobreza extrema había aumentado de 7,7% a 8,2% en el mismo período (Henderson 1998). La mayoría de los pobres extremos eran indígenas, ubicados en el Estado de Chiapas.

Sin embargo, este problema social no interrumpió la entrada de capitales, pues fue contrarrestado por el impacto favorable del ingreso de México al Nafta. De ahí, que las reservas continuaron creciendo hasta alcanzar su pico histórico de US\$ 29 mil millones a fines de febrero de 1994.

En el mismo mes de febrero hubo un viraje de la política monetaria de Estados Unidos, que disminuyó el atractivo de México para los inversionistas, tanto internos como externos. La tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) aumentó de 3% a 3,25%; esta tendencia en las tasas de interés, cuyo objetivo era desacelerar el crecimiento de la economía estadounidense, se mantendría durante todo el año. En 1994 la tasa de interés subió 6 veces hasta llegar a 5,6% en diciembre.

## **4.2. El asesinato de Colossio, la respuesta de política económica y la vulnerabilidad**

El Partido Revolucionario Institucional (PRI), gobernaba en México desde 1929; había ganado las once elecciones presidenciales entre 1929 y 1994. Las elecciones de 1994 no estuvieron exentas de problemas, que podían afectar la confianza de los inversionistas extranjeros. El 23 de marzo fue asesinado **Luis Donald Colossio**, candidato por el PRI a las elecciones presidenciales del 21 de agosto, al finalizar un mítin de campaña en Tijuana. De manera inmediata fue elegido como candidato presidencial

**Ernesto Zedillo**, hasta entonces jefe de campaña de Colossio. Este hecho precipitó una significativa salida de capitales, que llevó el tipo de cambio al techo de la banda, pues los inversionistas lo percibieron como una escalada de violencia, al relacionarlo con el conflicto de Chiapas. El Banco de México defendió al tipo de cambio de este **ataque especulativo**, a través de la venta de dólares; el nivel de reservas se redujo en US\$ 11 mil millones entre el 23 de marzo y el 21 de abril; es decir, en un solo mes se perdió el 38% de las reservas existentes. Los inversionistas habían incorporado el riesgo político en sus percepciones, lo que unido al aumento en las tasas de interés de la FED, precipitó una abrupta salida de capitales.

Ante esta situación, las autoridades mexicanas tenían dos opciones:

- a. Poner en marcha una política monetaria contractiva, de modo que la menor liquidez en pesos, presionara menos sobre el tipo de cambio y al mismo tiempo ampliar el techo de la banda, de modo que el tipo de cambio se corrigiera hacia arriba. Ello hubiera disminuido el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Esta opción no fue utilizada por México, en parte por los efectos recesivos que tendría a pocos meses de las elecciones presidenciales. En opinión de Sachs, Tornell y Velasco (1995), las opciones no estaban en devaluar o no hacerlo (pues de todos modos tenía que devaluarse, dadas las expectativas), sino más bien entre un ajuste más o menos inflacionario.
- b. La segunda opción, que marcó el rumbo de la política económica, consistió en una ligera contracción monetaria, de modo que la tasa de interés en cetes se elevó de 10,1% el 23 de marzo a 17,8% un mes después. Sin embargo, luego las autoridades mexicanas intentaron esterilizar la salida de capitales mediante la expansión del crédito interno, pues percibían la salida de capitales como un **fenómeno temporal**, originado en el asesinato de Colossio. No se alteró la política cambiaria, pero el tipo de cambio ya fluctuaba en torno del techo de la banda. Dicho de otro modo, se permitió que las reservas continuaran su tendencia hacia la disminución.

En simultáneo, en el mes de abril, dadas las expectativas devaluatorias, se decidió reemplazar los cetes (denominados en pesos) por tesobonos (denominados en dólares), de modo que el Banco de México asumiera el riesgo cambiario, en un intento por atraer capitales. La señal era clara: **no se alteraría el sistema cambiario**. El *stock* de tesobonos creció de US\$ 3,1 mil millones en marzo de 1994 a US\$ 12,6 mil millones en junio, US\$ 19,2

mil millones en setiembre y US\$ 29 mil millones en diciembre. Esta recomposición de la deuda pública (en diciembre, el 87% de la misma estaba en tesobonos) reflejaba la desconfianza con respecto al tipo de cambio; los capitales solo se quedaban en México si no se exponían al riesgo cambiario. En esas condiciones, dada la pérdida de reservas, la devaluación solo era cuestión de tiempo. Más aun, la deuda externa tradicional era exigible en dólares, mientras que deuda en valores gubernamentales era exigible en pesos, hasta antes de la aparición de los tesobonos. Además, se trataba de deuda que podía cumplirse en plazos muy cortos (con un mínimo de 24 horas), por lo que en la práctica constituía una **bomba de tiempo** en manos del Gobierno mexicano, pues se combinaba con una reducción de las reservas. Desde mediados de 1994, el nivel de reservas ya no alcanzaba para pagar la deuda en tesobonos. En diciembre de 1994, los inversionistas notaron este problema, pues las reservas se encontraban en torno de US\$ 10 mil millones, mientras que las deudas en tesobonos, que se vencían en el primer trimestre de 1995, alcanzaban US\$ 29 mil millones; esta dificultad del Gobierno mexicano de cumplir con sus compromisos, convirtió a la devaluación de 1994 en una crisis de mayores proporciones, dado el pánico financiero generado.

En síntesis, los tesobonos eran valores gubernamentales parecidos a los cetes, que el Gobierno vendía en el mercado, pero su valor variaba en los mismos porcentajes que el dólar y proporcionaban un mayor interés que los dólares depositados en Estados Unidos. De este modo, los que tenían tesobonos, no perdían con una devaluación. Entre 1992 y 1993, eran pocos los inversionistas que tenían tesobonos por dos razones: las expectativas de devaluación eran pequeñas y existían otros valores gubernamentales que generaban más intereses (Pazos 1995). Hasta antes del asesinato de Colossio, la confianza en México era de tal magnitud, que más del 50% de los cetes en circulación estaban en poder de extranjeros. Luego, por el temor al riesgo cambiario, los mismos inversionistas encontraron en los tesobonos una alternativa para protegerse de una eventual devaluación. Como se verá más adelante, luego de la crisis de diciembre, cobraron los tesobonos (indexados al tipo de cambio) y con los pesos compraron dólares, lo que presionó aun más al tipo de cambio.

En setiembre fue asesinado el secretario general del PRI, José Francisco Ruiz Massieu, lo que significó una demostración de los conflictos internos del PRI. La sensación era que la administración de Zedillo estaba perdiendo control y que existía un intento real por detener los avances en las reformas iniciadas por Salinas. Cabe anotar que si bien los factores políti-

cos mencionados (el problema de Chiapas y los asesinatos de Colossio y Ruiz Massieu) no engendraron el problema de la devaluación de diciembre, sí contribuyeron a un movimiento desordenado del tipo de cambio y a disminuir la percepción positiva del exterior con respecto al **milagro mexicano**.

Otra fuente de vulnerabilidad financiera fue el aumento del endeudamiento de la banca privada residente en México, con bancos privados del exterior; la deuda privada de corto plazo, se elevó de US\$ 19 mil millones 1991 a US\$ 25 mil millones en 1994.

Durante el segundo trimestre de 1994 (que incluye el asesinato de Colossio y la elevación de la tasa de interés de Estados Unidos), la cuenta de capitales de la balanza de pagos se deterioró, pues pasó de US\$ 7,7 miles de millones en el primer trimestre a solo US\$ 2 mil millones en el segundo; sin embargo la inversión extranjera directa mantuvo sus niveles, pero la disminución de la entrada de capitales de corto plazo determinó la caída de la cuenta de capitales. A pesar de ello, luego de las elecciones del 21 de agosto, hubo una leve reversión de la tendencia al deterioro, pues el triunfo (aunque ajustado) del candidato del PRI, Ernesto Zedillo, de algún modo, aseguraba la continuidad de la política macroeconómica. Esta evolución trimestral de la balanza de capitales durante 1994 puede constatarse en el cuadro 4.6.

**Cuadro 4.6**  
**Balanza de capitales: evolución trimestral 1994**  
**(en miles de millones de dolares)**

|                | 1T           | 2T            | 3T           | 4T            |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Pública</b> | 2,730        | -0,474        | 2,278        | -4,933        |
| <b>Privada</b> | 4,999        | -1,566        | 5,476        | 2,357         |
| <b>Total</b>   | <b>7,729</b> | <b>-2,040</b> | <b>7,754</b> | <b>-2,576</b> |

Fuente: Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).

Entre octubre y diciembre, el ingreso de capitales volvió a reducirse. Las autoridades mexicanas mantuvieron el optimismo ya comentado, pues consideraron este hecho como temporal y atribuible a una transitoria incertidumbre política (Griffith-Jones 1996). Si se toma en cuenta toda la evolución de 1994, era una apuesta riesgosa. Menos riesgoso hubiera sido utilizar una política monetaria contractiva (para evitar las presiones sobre el

tipo de cambio) y emitir tesobonos de mayor maduración, más aun, si el PRI ya había ganado las elecciones. De hecho, no se puede saber cuál hubiera sido el rumbo de la economía, en caso de adoptar esta decisión, por lo que referirse **a lo que debió hacerse** es solo una especulación.

## ***5. El estallido de la crisis: diciembre de 1994***

### **5.1. Los errores de diciembre**

El 20 de diciembre a las 9 de la mañana, la Secretaría de Hacienda de México comunicó:

“... las partes que integran el pacto acordaron modificar la regla cambiaria vigente, determinándose elevar en 53 centavos de nuevos pesos (15%) el límite superior de la banda cambiaria y mantener en el futuro el desliz actual” (Pazos 1995: 16-7).

A las 11 de la noche del mismo día, la Secretaría de Hacienda anunció:

“Las autoridades financieras han decidido que la oferta y demanda de divisas determinen libremente el tipo de cambio hasta que el mercado cambiario muestre signos de estabilidad” (Pazos 1995: 16-7).

Entre el 20 y el 21 de diciembre la salida de capitales llegó a tal magnitud, que en un solo día, el nivel de reservas se redujo en US\$ 4 mil millones. Pese a que la recomendación de devaluar había sido un consenso durante los dos años previos, nadie imaginó que la misma condujera a una megasalida de capitales. A pesar de los errores en la conducción de la política macroeconómica, que podrían haberse corregido con la devaluación, la respuesta de los mercados internacionales de capitales fue violenta e inesperada. De un día a otro, la percepción sobre la economía mexicana había cambiado, pasó de reformista modelo a una economía en caos. De ahí, que la explicación no solo sea interna, sino también externa; ¿por qué una reacción negativa tan abrupta si la dirección de la medida era la correcta?

Una primera explicación podría ser que la devaluación, si bien era correcta, se hizo muy tarde, cuando las reservas solo llegaban a US\$ 10 mil millones. En otras palabras, si la devaluación se hubiera hecho antes, cuando existían más reservas, las autoridades monetarias hubieran estado en

una posición más fuerte, para defenderse del ataque especulativo. Desde esta óptica, la crisis desencadenada a partir de la devaluación, era inevitable.

Más aun, hubo errores de implementación de la devaluación, conocidos como los **errores de diciembre**. En primer lugar, la devaluación fue anunciada como una medida aislada, sin que venga acompañada de un programa que en simultáneo, enfoque el problema desde una perspectiva más amplia; por ejemplo, pudo anunciarse una política monetaria contractiva, un esquema de privatizaciones, etc. En segundo lugar, la devaluación de 15% no estaba relacionada con un acuerdo con el FMI, lo que hubiera servido para que los inversionistas extranjeros retomen la confianza en el país. En tercer lugar, la devaluación fue en un inicio discutida al interior del Pacto, de modo que la información se filtró a los mercados, pues los principales agentes de la economía (los miembros del pacto) sabían que se iba a devaluar y compraron dólares antes de que ocurra. Esto se supo luego de la devaluación, por lo que los inversionistas extranjeros se sintieron traicionados, pues no tuvieron acceso a esa información, reduciéndose aun más, la confianza en el futuro. En cuarto lugar, la devaluación no puede anunciarse anticipadamente, pues conduce a un ataque especulativo adelantado.

A pesar de estos errores de instrumentación, no debe magnificarse el impacto de los mismos, pues, los desequilibrios y reticencias a un viraje en la política económica se habían incubado durante todo 1994.

## **5.2. Los efectos de la crisis, el rescate internacional y la recuperación**

Los inversionistas huyeron en estampida porque tenían temor con respecto a tres aspectos: en primer lugar, la posibilidad que México declare una moratoria de la deuda de corto plazo, en particular aquella en tesobonos, pues el nivel de reservas no alcanzaba para cubrirla; en segundo lugar, el colapso del sistema bancario, como resultado de la acumulación de malas deudas; en tercer lugar, nada aseguraba que el tipo de cambio, pese a haberse corregido, no mantuviera su tendencia alcista. Bajo estos argumentos, México era vulnerable desde el punto de vista financiero, pues, al menos en el corto plazo, no podía cubrir sus deudas (Sachs, Velasco y Tornell 1995). Del total de la deuda pública en tesobonos, US\$ 9,9 mil millones se vencían en el primer trimestre de 1995, mientras que el nivel de reservas a fines de diciembre ascendía a US\$ 6,3 mil millones. Un fenómeno similar

ocurría con las deudas de corto plazo del sistema bancario con el exterior. México se encontraba en una situación de iliquidez.

En consecuencia, el impacto inicial de la salida de capitales ocurrió a través de los tesobonos y del sistema bancario. No obstante, algunos inversionistas aumentaron su demanda por tesobonos luego de la devaluación. Las tenencias de tesobonos ascendían a US\$ 16,1 mil millones el 19 de diciembre y aumentaron a US\$ 17 mil millones el 27 de diciembre. En la misma dirección, las tenencias de tesobonos de los residentes no bancarios se incrementaron de US\$ 3,9 mil millones a US\$ 5,1 mil millones el 23 de diciembre. En lo que respecta al sistema bancario, la crisis dejó a los bancos comerciales en una condición crítica. Los bancos comerciales se habían endeudado con el exterior en dólares; el 75% de la misma estaba pactada a corto plazo. La devaluación y el aumento en las tasas de interés impidió que los deudores locales (que obtenían sus ingresos en pesos), pudieran cumplir con sus obligaciones con los bancos y, en consecuencia, estos con el exterior.

Para evitar una crisis de todo el sistema bancario, más adelante el Gobierno implementó un programa de rescate de los mismos (financiado con los recursos obtenidos de la operación internacional de salvataje, que se analiza con detalle en el siguiente párrafo), que estuvo compuesto por cuatro componentes: un mecanismo para proveer liquidez en dólares a los bancos, absorción por parte del Gobierno de una parte de las deudas incobrables, una recapitalización de los bancos y un esquema de refinanciación para los deudores.

A fines de enero de 1995, bajo el liderazgo de Estados Unidos, se organizó un **paquete de rescate financiero**, condicionado a una serie de reformas. El rescate ascendió a **US\$ 52 mil millones**, provenientes de las siguientes fuentes: US\$ 20 mil millones del Fondo de Estabilización Cambiaria del Tesoro de Estados Unidos (préstamos a diez años); US\$ 17,8 mil millones del FMI (condicionado a un acuerdo *Stand-by*, de los cuales US\$ 7,74 mil millones se canalizarían con la firma del acuerdo); US\$ 10 mil millones de otros países industrializados, vía préstamos de corto plazo, canalizados a través del Banco Internacional de Pagos (BIS); US\$ 1 mil millones del Gobierno canadiense; y US\$ 3,2 mil millones de otros países. Como puede notarse fue una **operación internacional de rescate**, que en principio sirvió para que México contara con la liquidez suficiente para cumplir con sus compromisos de deuda externa, en especial el pago de los tesobonos<sup>3</sup>.

3 El pago de los tesobonos culminó en febrero de 1996.

La composición del paquete de ayuda mostró que Estados Unidos no estaba dispuesto a permitir que colapse la economía mexicana. Pero para ello impuso una **condición**: México tenía que eliminar el déficit fiscal, contraer la política monetaria y acelerar las privatizaciones. Este **paquete tradicional**, aceptado por México tuvo efectos recesivos. Sin embargo solo fue anunciado el 9 de marzo de 1995, cuando el gobierno de Zedillo dictó una lista de medidas de estabilización que incluyeron un aumento del impuesto al valor agregado de 10% a 15%, un ajuste de tarifas públicas (la gasolina subió 35% y la electricidad en 20%), una reducción del gasto público de 10% (con la meta de lograr un superávit fiscal primario de 4,4% del PBI), una política monetaria contractiva en la que el Banco Central tuviera como único objetivo la estabilidad de precios, el compromiso de dejar el tipo de cambio al libre juego de oferta y demanda (eliminación del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria), aumento en la supervisión bancaria y un incremento de 2% en términos reales de la inversión en programas sociales y rurales, con la intención de calmar las tensiones sociales. El paquete de Zedillo también supuso una negociación al interior del Pacto. En enero de 1995 se decidió aumentar los precios administrados en 10%, mientras que el salario mínimo en 7%. La inflación acordada para 1995 fue de 42%, lo que implicaba una severa contracción de los salarios reales.

El programa de estabilización (basado en un ancla monetaria y no cambiaria) funcionó pero a un costo alto, reflejado en la caída del PBI real en 1995 de -6,2% y un aumento en el desempleo, de 3,7% en el primer trimestre de 1994 a 6,5% en el segundo trimestre de 1995.

Esta demora en implementar un programa de estabilización (la crisis estalló a fines de diciembre, mientras que las medidas fueron anunciadas solo el 9 de marzo), llevó a que la salida neta de capitales continuara durante el primer trimestre de 1995, período en que abandonaron el país US\$ 11,5 mil millones de dólares. A fines de marzo, el tipo de cambio se encontraba en 8 pesos por dólar (durante el primer trimestre se devaluó en 58%) y la tasa de interés interbancaria en torno de 110%, lo que afectó al sistema bancario e incidió en la recesión.

De esta manera, la evolución del PBI trimestral de la economía mexicana en 1995 reflejó la caída global de la actividad económica. Las caídas en el PBI trimestral en 1995 fueron de -0,4%, -9,1%, -8,0% y -7,0%, para los cuatro trimestres de 1995. En el cuadro 4.7 se muestra la evolución de la oferta y demanda agregada para los tres años posteriores a la crisis.



**Cuadro 4.7**  
**Oferta y demanda global 1995-1998**  
**(variaciones porcentuales)**

|                          | 1995  | 1Sem96 | 2Sem96 | 1996 | 1997 | 1998  |
|--------------------------|-------|--------|--------|------|------|-------|
| <b>PBI</b>               | -6,2  | 2,9    | 7,3    | 5,1  | 6,8  | 4,8   |
| <b>Demanda egregada</b>  | -7,4  | 5,9    | 12,0   | 8,1  | 9,8  | 6,8   |
| <b>Consumo privado</b>   | -9,5  | 0,9    | 3,7    | 2,2  | 6,4  | 6,4   |
| <b>Consumo público</b>   | -1,3  | 1,3    | 6,0    | 3,7  | 2,9  | -1,3  |
| <b>Inversión privada</b> | -31,2 | 2,0    | 32,8   | 21,7 | 23,4 | 16,9  |
| <b>Inversión pública</b> | -19,8 | 40,8   | 17,3   | 24,7 | 2,9  | -20,4 |
| <b>Exportaciones</b>     | 33,0  | 17,7   | 19,7   | 18,2 | 10,8 | 9,7   |
| <b>Importaciones</b>     | -12,8 | 21,5   | 33,5   | 22,9 | 22,8 | 14,2  |

Fuente: Banco de México, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).

Con la ayuda externa y el programa económico aplicado por Zedillo (que implicó una profundización de las reformas estructurales), cesó el pánico financiero y México retomó la senda de crecimiento. A fines de junio de 1995, el tipo de cambio estaba estabilizado en 6 pesos por dólar y la tasa de interés se había reducido a 40%. De ahí, que la evolución del PBI mexicano tenga forma de V: una caída pronunciada en 1995 y una recuperación a partir de 1996.

Sin embargo, la recuperación sectorial no fue simétrica (Krueger y Tornell 1999). Los sectores transables experimentaron una rápida mejoría. Las exportaciones de bienes y servicios aumentaron de US\$ 74 mil millones en 1994 a US\$ 126 mil millones en 1997, debido al aumento del tipo de cambio a partir del 20 de diciembre de 1994. Inclusive disminuyó el precio del petróleo, pero esta caída en los términos de intercambio fue más que neutralizada por el incremento del tipo de cambio. Esto demuestra la importancia de evitar la apreciación cambiaria. Los sectores no transables experimentaron un crecimiento más lento, debido a la sequía crediticia (consecuencia de la misma recesión de 1995), en comparación a los exportadores, quienes retomaron con mayor rapidez el acceso al mercado internacional de capitales. De ahí que en 1996, el *stock* real de préstamos bancarios a las empresas y familias declinara en 16% y 15% respectivamente; para 1997, las reducciones fueron de 12% y 15%. La experiencia reseñada muestra que la recuperación del sistema bancario y la disminución de la morosidad bancaria es lenta, a pesar del crecimiento del PBI, que como se ha visto, fue liderado por los sectores transables.

## 6. Lecciones de la crisis mexicana

1. El episodio mexicano permite diferenciar dos conceptos: la **crisis cambiaria**, que ocurre cuando la autoridad monetaria ya no puede defender el peso y lo deja flotar, del **pánico financiero** que siguió a la crisis. Una crisis cambiaria no siempre lleva a un pánico financiero, como lo demostró la experiencia de Europa entre 1992 y 1993. En este último caso, las monedas se depreciaron entre 20% y 30% sin que se produjera un posterior pánico financiero. Por lo tanto, para evitar una crisis financiera no es suficiente que el país sea solvente, sino que puede ser sujeto de una crisis de iliquidez, que se traduzca en un pánico financiero, si el nivel de reservas líquidas cae por debajo de las deudas de corto plazo.
2. En un nivel más general, la crisis mexicana, puso sobre el tapete la elección de un régimen cambiario óptimo, que en sí mismo no representa un debate nuevo entre los economistas. Lo que sí marcó la diferencia, es que la discusión ocurrió en un entorno internacional caracterizado por una mayor integración comercial y gran movilidad de capitales, muchos de ellos de naturaleza volátil, fenómeno que incrementa la vulnerabilidad de las economías abiertas. México utilizó al tipo de cambio como un ancla antiinflacionaria; ello, en un contexto de grandes entradas de capitales, tiende a apreciar a la moneda nacional y aumenta, de esta forma, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Alterar el sistema cambiario, hacia uno más flexible, ponía en riesgo las metas inflacionarias, pero, si esto se hubiera hecho, dentro de un programa que considere políticas contractivas, el costo hubiera sido una menor recesión que la que ocurrió en 1995; más aun, es poco probable que se hubiera producido el pánico financiero, posterior a la devaluación de diciembre.
3. Es en este contexto donde entran en juego las **restricciones políticas**; pese a que muchos autores sostenían que el peso debería haberse devaluado con anterioridad, la hipótesis de que las autoridades mexicanas **no vieron eso** parece poco probable. Más bien, existía el compromiso del Gobierno de mantener la inflación baja mediante el ancla cambiaria, en un año electoral. Romper el compromiso, hubiera sido visto como una señal de que el Gobierno había fallado; de ahí la frase que inició este capítulo: **el presidente que devalúa se devalúa**. Sin embargo, la credibilidad de un tipo de cambio no solo depende de los deseos del Gobierno, sino también de la capacidad real de defen-

- der el tipo de cambio (lo que depende del nivel de reservas). Lo que sí queda como una interrogante, es la razón por la cual, las autoridades mexicanas no devaluaron luego del 21 de agosto, cuando el PRI ya había ganado las elecciones.
4. La fijación del tipo de cambio, cuando el capital es muy móvil, convierte al sistema en frágil y vulnerable ante reversiones en el flujo de capitales o ataques especulativos. De esta manera, la movilidad de capitales actúa como una restricción, que las autoridades no pueden ignorar. En el caso de México, el optimismo excesivo, debido al aparente éxito de las reformas y al ingreso del país al Nafta, fue perjudicial. La cautela en el manejo de la política económica, sin que ello sugiera indecisiones es clave y las acciones correctivas deben tomarse en el momento adecuado. Por lo tanto, mantener el tipo de cambio en un valor realista (en términos reales), reduce la probabilidad de ataques especulativos.
  5. A pesar de los argumentos anteriores, para que la apreciación cambiaria y la brecha externa consiguiente induzcan a una crisis de la magnitud de la mexicana, deben ocurrir choques exógenos, como lo fueron el aumento de la tasa de interés en los Estados Unidos (que incentiva la reversión de capitales) y los hechos políticos (conflicto de Chiapas, asesinatos de Colosio y Ruiz Massieu, que fueron percibidos como temporales por las autoridades mexicanas). Ambos, unidos a la inadecuada respuesta de política económica configuraron el escenario para una crisis cambiaria (en el sentido de abandonar la defensa del tipo de cambio).
  6. Es en este último punto en que adquieren más importancia los errores de política económica. El hecho de crear mecanismos de deuda pública, como los tesobonos, mientras las reservas disminuían, generó que la percepción de los inversionistas cambiara de signo, pues al conocer que las reservas no alcanzaban para cubrir las deudas de corto plazo del país, huyeron del país en manada (*head behavior*), convirtiéndose así una crisis cambiaria en una de pánico financiero.
  7. Pasar a un sistema cambiario flotante, como una medida aislada no soluciona los problemas, si no se acompaña de un programa de estabilización y reformas estructurales. Fue por esa razón que cuando en México, se anunció un programa económico (el programa de Zedillo de marzo de 1995), unido a un rescate financiero internacional (que permitió que México pagara sus obligaciones externas), el país recuperó la confianza y por ende se inició la recuperación. La reactivación

fue rápida, lo que en el fondo implicó una restauración de la confianza en el exterior. Prueba de ello es que luego de la crisis de 1982, México tardó siete años en retornar al mercado internacional de capitales, mientras que en la crisis de 1994, solo tardó dos años.

8. La crisis no fue originada en el sector público, pues las finanzas públicas fueron manejadas con prudencia entre 1990 y 1994. El sector público entra en escena cuando esteriliza los ingresos de capitales, factor que impidió una reducción más rápida de la inflación. Además, el problema de los tesobonos precipitó la crisis de liquidez, que contaminó al sector privado.
9. Otro factor importante en la gestación de la crisis fue el deterioro de la situación bancaria. Los bancos fueron privatizados a inicios de la década de 1990, por lo que su experiencia en otorgar préstamos al sector privado era limitada. El ente regulador, denominado **Comisión Nacional Bancaria**, tampoco tenía la capacidad de monitorear a los bancos para evitar que estos asuman riesgos excesivos. El crédito bancario al sector privado, como proporción del PBI aumentó de 10% en 1988 a 40% en 1994. Entonces se produjo el típico *boom* crediticio, previo al estallido de la crisis. En paralelo, la morosidad bancaria aumentó de menos del 5% del total de préstamos otorgados en 1990 a 15% en febrero de 1995.



## V

### **La crisis asiática I: antecedentes, causas y desarrollo de la crisis**

*The soundness of the banking system in particular must be monitored at all times; yet, here too, these countries failed, and, what is more, their unsustainable accumulation of short term financing made them vulnerable to swift changes in the market sentiment.*

Michael Camdessus (1998: 1)

#### **1. Introducción**

La crisis financiera del Asia Oriental, que estalló con la devaluación del baht tailandés el 2 de julio de 1997, dejó atónitos no solo a los inversionistas y acreedores de la región, sino también a académicos y economistas de las principales organizaciones internacionales. Los logros de crecimiento sostenido con equidad, previos a la crisis, fueron reales; tanto es así, que las políticas desarrolladas por estos países eran tomadas como ejemplo de **lo que se debería hacer**. El modelo asiático había sido exitoso, medido tanto por los resultados económicos, como por avances en el campo social. La reducción de la pobreza, los altos niveles de educación y una distribución relativamente igualitaria de los ingresos son una prueba de ello. En 1993, solo cuatro años antes de la crisis, el Banco Mundial publicó un libro denominado *El milagro del Asia Oriental*, en el cual explicaba las bases del patrón de desarrollo seguido por estos países. En otras palabras, era el modelo que se debía imitar<sup>1</sup>.

Pero algo pasó. En 1997, una a una, las economías consideradas milagrosas experimentaron un vuelco espectacular y se generó así, una amplia y profusa literatura en el intento de encontrar una explicación. Entre las manifestaciones de la crisis estuvieron una abrupta salida de capitales de la región, las depreciaciones de las monedas y las contracciones del producto bruto interno (PBI). La crisis fue profunda y lo que atrae más la

1 El estudio del Banco Mundial analiza la evolución de ocho economías: Japón, Hong Kong, la República de Corea, Singapur, Taiwán, China, Indonesia, Malasia y Tailandia.

atención de la misma fue que no fue prevista. Algunos economistas, como Krugman, argumentaron antes de la crisis, que el milagro económico asiático había sido sobreestimado y que en algún momento experimentaría rendimientos decrecientes, pues las economías habían crecido sobre la base de aumentos en la cantidad de insumos utilizados, como los fondos de inversión, pero no en la productividad. Pero ninguno, incluido Krugman, predijo una caída tan devastadora (Krugman 1998)<sup>2</sup>.

Desde luego, la crisis no elimina los éxitos anteriores; una prueba de ello está en la recuperación de estas economías a partir del año 2000. Es posible que la historia recuerde este episodio como un bache, por cierto profundo, que debe dejar lecciones. Ese es el objetivo de este capítulo: analizar la crisis de Asia Oriental, que representó un nuevo tipo de crisis financiera, no explicada por los modelos tradicionales de primera y segunda generación. De ahí que planteara un reto para los investigadores sobre el tema. ¿Cómo explicar que economías tan exitosas pudieran de un momento a otro caer en un abismo que sacudió el saber convencional? Después de esta crisis, ¿pueden ser predecibles situaciones similares en el futuro?; ¿qué relación tuvo este episodio con la globalización?; ¿cuáles fueron los impactos en la economía mundial? Estas son solo algunas de las interrogantes que se busca abordar en el presente capítulo.

## ***2. El modelo de Asia Oriental***

Con el objetivo de poner al lector en perspectiva, resulta útil revisar algunos indicadores de comportamiento económico de seis países asiáticos antes de la crisis. Cinco de ellos fueron los más afectados por la crisis: Tailandia, Indonesia, Corea del Sur (en adelante, Corea), Malasia y Filipinas, también se añade a China, no solo por su importancia dentro de la economía mundial, sino porque a riesgo de ser simplistas, no fue afectado por la crisis. En los cuadros se agrega a algunos países de América Latina, pues para un gran número de investigadores, durante muchos años antes de la crisis de Asia Oriental, esta última había hecho lo correcto, mientras que América Latina había equivocado el rumbo. En el cuadro 5.1 se muestra la variación promedio anual del PBI para ambas regiones. La primera

2 Krugman sostuvo que los países asiáticos tarde o temprano moderarían su crecimiento, pero no que serían sujetos de una crisis de las proporciones descritas más adelante.

constatación es que las tasas de crecimiento de los países del Asia Oriental han sido mayores que las de la muestra de América Latina entre 1961 y 1997. En segundo lugar, el crecimiento ha sido más estable en Asia Oriental y más volátil en América Latina (en el cuadro puede observarse la década perdida entre 1981 y 1990). En tercer lugar, las tasas de crecimiento de China han sido mayores que las de los demás países, no solo de América Latina, sino también de los del resto de Asia Oriental.

**Cuadro 5.1**  
**América Latina y Asia: tasas de crecimiento promedio del PBI**

|                      | 1961-<br>1970 | 1971-<br>1980 | 1981-<br>1990 | 1991-<br>1997 | 1995 | 1996 | 1997 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------|------|------|
| <b>Argentina</b>     | 4,2           | 2,9           | -0,8          | 5,5           | -4,6 | 4,3  | 8,3  |
| <b>Brasil</b>        | 6,3           | 8,6           | 1,6           | 2,7           | 4,2  | 3,0  | 3,2  |
| <b>Chile</b>         | 4,2           | 3,1           | 3,8           | 7,1           | 8,5  | 7,2  | 5,7  |
| <b>México</b>        | 7,1           | 6,6           | 1,7           | 2,4           | -6,2 | 5,1  | 7,0  |
| <b>Venezuela</b>     | 5,1           | 2,7           | 0,9           | 2,7           | 3,1  | -1,4 | 5,1  |
| <b>China</b>         | 5,6           | 6,2           | 8,9           | 11,2          | 10,5 | 9,6  | 8,8  |
| <b>Indonesia</b>     | 3,9           | 7,2           | 5,6           | 6,8           | 8,2  | 8,0  | 4,5  |
| <b>Corea del Sur</b> | 9,1           | 9,3           | 9,1           | 7,1           | 8,9  | 6,8  | 5,0  |
| <b>Malasia</b>       | 6,5           | 7,9           | 6,0           | 8,4           | 9,8  | 10,0 | 7,3  |
| <b>Filipinas</b>     | 4,9           | 5,9           | 1,8           | 3,1           | 4,8  | 5,8  | 5,2  |
| <b>Tailandia</b>     | 8,2           | 6,8           | 8,0           | 7,0           | 8,9  | 5,9  | -1,7 |

Fuente: elaboración propia.

En los cuadros 5.2 y 5.3 se presenta el sustento del mejor comportamiento del PBI: las tasas de inversión y de ahorro, como porcentaje del PBI, para la misma muestra de países.

Los cuadros 5.2 y 5.3 muestran varias tendencias ilustrativas. Las tasas de ahorro e inversión internas en ambas regiones eran más o menos similares en la década de 1960, pero a partir de ahí, las de Asia Oriental crecieron, mientras que las de América Latina se estancaron. En la década de 1990, las mencionadas tasas doblaron a las de América Latina (a excepción de Chile). Como se ha visto en los capítulos anteriores, a mayores tasas de ahorro e inversión, mayores tasas de crecimiento. Esta es una de



**Cuadro 5.2**  
**América Latina y Asia: inversión interna como porcentaje del PBI**

|                      | <b>1961-<br/>1970</b> | <b>1971-<br/>1980</b> | <b>1981-<br/>1990</b> | <b>1991-<br/>1995</b> | <b>1995</b> | <b>1997</b> |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|-------------|
| <b>Argentina</b>     | 22,6                  | 26,1                  | 18,8                  | 17,5                  | 18,0        | 19,0        |
| <b>Brasil</b>        | 19,8                  | 23,2                  | 20,6                  | 19,1                  | 22,0        | 20,0        |
| <b>Chile</b>         | 18,1                  | 18,4                  | 19,4                  | 26,8                  | 27,0        | 28,0        |
| <b>México</b>        | 19,3                  | 21,9                  | 21,3                  | 22,0                  | 15,0        | 21,0        |
| <b>Venezuela</b>     | 25,2                  | 33,8                  | 19,7                  | 17,3                  | 16,0        | 17,0        |
| <b>China</b>         | 20,6                  | 30,0                  | 34,0                  | 38,2                  | 40,0        | 35,0        |
| <b>Indonesia</b>     | 10,4                  | 22,7                  | 28,3                  | 31,3                  | 38,3        | 31,0        |
| <b>Corea del Sur</b> | 20,0                  | 28,0                  | 30,7                  | 37,0                  | 37,0        | 35,0        |
| <b>Malasia</b>       | 19,9                  | 26,3                  | 30,6                  | 37,0                  | 41,0        | 43,0        |
| <b>Filipinas</b>     | 20,1                  | 27,8                  | 22,0                  | 22,9                  | 23,0        | 25,0        |
| <b>Tailandia</b>     | 21,5                  | 26,2                  | 30,6                  | 41,0                  | 43,0        | 41,0        |

Fuente: elaboración propia.

**Cuadro 5.3**  
**América Latina y Asia: ahorro interno como porcentaje del PBI**

|                      | <b>1961-<br/>1970</b> | <b>1971-<br/>1980</b> | <b>1981-<br/>1990</b> | <b>1991-<br/>1995</b> | <b>1995</b> | <b>1997</b> |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|-------------|
| <b>Argentina</b>     | 22,9                  | 27,1                  | 21,9                  | 16,7                  | 18,0        | 18,0        |
| <b>Brasil</b>        | 19,9                  | 20,9                  | 23,4                  | 20,8                  | 21,0        | 18,0        |
| <b>Chile</b>         | 17,9                  | 16,9                  | 20,7                  | 28,1                  | 29,0        | 26,0        |
| <b>México</b>        | 17,3                  | 19,8                  | 24,9                  | 19,2                  | 19,0        | 23,0        |
| <b>Venezuela</b>     | 34,5                  | 37,5                  | 25,1                  | 20,5                  | 21,0        | 30,0        |
| <b>China</b>         | 21,5                  | 30,1                  | 34,3                  | 40,3                  | 42,0        | 40,0        |
| <b>Indonesia</b>     | 7,6                   | 26,7                  | 29,9                  | 32,1                  | 36,0        | 31,0        |
| <b>Corea del Sur</b> | 9,9                   | 22,4                  | 32,4                  | 36,4                  | 36,0        | 34,0        |
| <b>Malasia</b>       | 23,8                  | 30,4                  | 33,2                  | 35,3                  | 37,0        | 44,0        |
| <b>Filipinas</b>     | 19,1                  | 25,1                  | 20,4                  | 16,4                  | 15,0        | 16,0        |
| <b>Tailandia</b>     | 19,4                  | 22,4                  | 27,5                  | 34,9                  | 36,0        | 35,0        |

Fuente: elaboración propia.

las razones que explica las divergencias en las tasas de crecimiento mostradas en el cuadro 5.1.

Tampoco caben dudas de la superioridad del Asia Oriental en lo que respecta a la inflación, condición básica de estabilidad para poder sostener las mayores tasas de crecimiento, como se observa en el cuadro 5.4.

**Cuadro 5.4**  
**América Latina y Asia: tasas de inflación**

|                      | <b>1961-<br/>1970</b> | <b>1971-<br/>1980</b> | <b>1981-<br/>1990</b> | <b>1991-<br/>1997</b> | <b>1995</b> | <b>1996</b> | <b>1997</b> |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Argentina</b>     | 21,5                  | 141,7                 | 787,0                 | 30,5                  | 1,6         | 0,1         | 0,3         |
| <b>Brasil</b>        | 45,2                  | 36,6                  | 605,1                 | 900,3                 | 22,0        | 9,1         | 4,3         |
| <b>Chile</b>         | 27,2                  | 174,8                 | 20,5                  | 11,7                  | 8,2         | 6,6         | 6,0         |
| <b>México</b>        | 2,7                   | 16,8                  | 69,1                  | 21,3                  | 52,0        | 27,7        | 15,7        |
| <b>Venezuela</b>     | 1,1                   | 8,5                   | 24,9                  | 51,7                  | 56,7        | 103,2       | 37,7        |
| <b>China</b>         | 0,8                   | 1,4                   | 7,5                   | 10,2                  | 10,1        | 6,8         | 0,4         |
| <b>Indonesia</b>     | 210,6                 | 17,5                  | 8,6                   | 8,8                   | 9,0         | 6,6         | 11,6        |
| <b>Corea del Sur</b> | 12,5                  | 16,5                  | 6,4                   | 6,1                   | 4,8         | 4,9         | 6,6         |
| <b>Malasia</b>       | 0,9                   | 6,0                   | 3,2                   | 3,7                   | 3,2         | 3,3         | 2,9         |
| <b>Filipinas</b>     | 5,7                   | 14,9                  | 14,6                  | 9,5                   | 11,0        | 5,2         | 6,1         |
| <b>Tailandia</b>     | 2,3                   | 10,0                  | 4,4                   | 5,5                   | 7,4         | 4,8         | 7,7         |

Fuente: elaboración propia.

Uno de los pocos indicadores en los cuales aparecen menos diferencias entre Asia Oriental y América Latina es en los déficit fiscales (en especial entre 1991 y 1995) y en la brecha externa como se muestra en los cuadros 5.5 y 5.6, aunque la existencia de una brecha externa alta, como se ha visto en el primer capítulo, no siempre es motivo de preocupación, pues depende de cómo esté financiada y cuál sea el uso de los recursos. No es lo mismo que la brecha se genere por una mayor inversión (como ocurrió en Asia Oriental de acuerdo con el cuadro 5.2) que por un incremento en el consumo. El tema de la brecha externa está relacionado con la sostenibilidad de la misma. Ello no impide notar la tendencia de China, que ha consolidado un superávit externo a través del tiempo.

**Cuadro 5.5**  
**América Latina y Asia: brecha externa**  
**(porcentaje del PBI)**

|                      | <b>1961-<br/>1970</b> | <b>1971-<br/>1980</b> | <b>1981-<br/>1990</b> | <b>1991-<br/>1997</b> | <b>1995</b> | <b>1996</b> | <b>1997</b> |
|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Argentina</b>     | 0,1                   | -0,3                  | -2,1                  | -2,1                  | -0,9        | -1,3        | -2,8        |
| <b>Brasil</b>        | -1,2                  | -4,3                  | -1,6                  | -1,3                  | -2,5        | -3,3        | -4,3        |
| <b>Chile</b>         | -0,9                  | -4,1                  | -6,8                  | -2,2                  | 0,4         | -3,1        | -2,4        |
| <b>México</b>        | -2,5                  | -3,3                  | -1,0                  | -4,2                  | -0,5        | -0,6        | -2,0        |
| <b>Venezuela</b>     | -1,4                  | 1,9                   | 2,4                   | 3,3                   | 2,6         | 13,1        | 6,9         |
| <b>China</b>         | -0,1                  | -0,4                  | 0,0                   | 0,9                   | 0,2         | 0,9         | 2,5         |
| <b>Indonesia</b>     | -4,1                  | -1,2                  | -3,3                  | -2,8                  | -3,3        | -3,3        | -2,9        |
| <b>Corea del Sur</b> | -7,1                  | -5,5                  | 0,6                   | -2,2                  | -2,0        | -4,9        | -2,9        |
| <b>Malasia</b>       | 1,5                   | -0,6                  | -3,2                  | -6,2                  | -10,0       | -4,9        | -5,8        |
| <b>Filipinas</b>     | -1,8                  | -3,8                  | -4,2                  | -4,3                  | -4,4        | -4,7        | -4,5        |
| <b>Tailandia</b>     | -2,3                  | -3,7                  | -4,4                  | -6,4                  | -8,0        | -7,9        | -3,9        |

Fuente: elaboración propia.

**Cuadro 5.6**  
**América Latina y Asia: déficit fiscal**  
**(porcentaje del PBI)**

|                      | <b>1971-80</b> | <b>1981-90</b> | <b>1991-95</b> | <b>1996</b> |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|-------------|
| <b>Argentina</b>     | -2,6           | -3,6           | nd             | -1,1        |
| <b>Brasil</b>        | -2,4           | -8,8           | -2,3           | -6,7        |
| <b>Chile</b>         | -1,6           | -0,4           | 1,8            | 2,1         |
| <b>México</b>        | -3,1           | -8,6           | 0,4            | -0,5        |
| <b>Venezuela</b>     | -0,1           | -1,4           | -2,0           | 1,0         |
| <b>China</b>         | Nd             | -0,2           | -1,7           | -1,7        |
| <b>Indonesia</b>     | -2,4           | -1,5           | 0,4            | 1,2         |
| <b>Corea del Sur</b> | -0,1           | -0,8           | -0,4           | 0,1         |
| <b>Malasia</b>       | -5,7           | -6,8           | 0,6            | 2,0         |
| <b>Filipinas</b>     | -1,1           | -3,1           | -1,5           | 0,3         |
| <b>Tailandia</b>     | -2,8           | -2,1           | 2,7            | 2,3         |

Fuente: elaboración propia.

Los logros sociales también fueron impactantes. Por ejemplo, Indonesia logró reducir la pobreza de 58% de la población a 17% entre 1972 y 1982; Malasia la redujo de 37% a 14% entre 1973 y 1987; Singapur disminuyó la pobreza de 31% a 10% entre 1972 y 1982, mientras que Tailandia lo hizo de 59% a 26% entre 1962 y 1986. En el cuadro 5.7 se presenta información sobre la distribución de ingresos, tanto en América Latina como en Asia Oriental.

**Cuadro 5.7**  
**Participación del quintil más pobre y del quintil más rico**  
**(porcentaje del ingreso total)**

|                      | 20% más pobre | 20% más rico | Gini |
|----------------------|---------------|--------------|------|
| <b>Argentina</b>     | 4,8           | 52,1         | 0,36 |
| <b>Brasil</b>        | 2,1           | 67,5         | 0,57 |
| <b>Chile</b>         | 3,5           | 61,0         | 0,51 |
| <b>México</b>        | 4,1           | 55,3         | 0,48 |
| <b>Venezuela</b>     | 3,6           | 58,4         | 0,54 |
| <b>China</b>         | 5,5           | 47,5         | 0,41 |
| <b>Indonesia</b>     | 8,7           | 40,7         | 0,32 |
| <b>Corea del Sur</b> | -             | -            | 0,36 |
| <b>Malasia</b>       | 4,6           | 53,7         | 0,48 |
| <b>Filipinas</b>     | 6,5           | 47,8         | 0,41 |
| <b>Tailandia</b>     | 5,6           | 52,7         | 0,47 |

Fuente: elaboración propia.

Tal como se observa en la información de los cuadros presentados, **el milagro del Asia Oriental consistió en un crecimiento rápido y sostenible combinado con un mejoramiento de la equidad.** La región tuvo éxito en convertir las altas y estables tasas de crecimiento económico en mejoras notables en el bienestar. La reducción de la pobreza, la mejora de los servicios sociales y el aumento en el empleo son una muestra real y tangible de ello. De acuerdo con el Banco Mundial (1998), entre 1975 y 1995, el número de personas que vivían debajo de la línea internacional de pobreza (US\$ 1 dólar diario) se redujo de 720 millones a 350 millones. Más aun, la declinación se acentuó en la última década: el número total de pobres se redujo en 27% entre 1975 y 1985 y cayó un 34% adicional entre 1985 y 1995. Mientras que en 1975, 6 de cada 10 habitantes en Asia Oriental vivían en pobreza absoluta, en 1995 solo 2 de cada 10 tenía esa condición.

Si bien es cierto no es el objetivo de este libro referirse a las causas de la notable evolución del Asia Oriental, sí resulta sugerente plantear algunas hipótesis.

Los distintos resultados entre la muestra de países de América Latina y de Asia Oriental han cobrado especial atención en la literatura económica, pues luego de la segunda guerra mundial, la mayoría de los países de ambas regiones tenía estructuras económicas similares y de acuerdo con algunos autores se encontraban en la misma etapa de transición: de una predominantemente rural a una economía más urbana e industrializada (Birdsall y Jaspersen 1997b). Del mismo modo, tenían los mismos objetivos de crecimiento y progreso social y la mayoría, con distintos matices, estaba organizada como economías mixtas, dentro de las cuales la combinación entre las fuerzas del libre mercado y algún grado de intervención estatal representaba un punto crucial para el desarrollo posterior

En simultáneo existían diferencias; América Latina era y es una región rica en recursos naturales y su crecimiento se había basado en la explotación y exportación de productos primarios. Del mismo modo, sus niveles de educación eran menores y la distribución de ingresos era más desigual.

En lo que se refiere al éxito de Asia Oriental, existe cierto grado de consenso respecto del papel de una serie de factores, dentro de los cuales una de las claves fue la aplicación acertada de los principios básicos, lo que incluyó una gestión macroeconómica adecuada (como se deduce de los cuadros presentados), que generó un clima propicio para el aumento de la inversión privada. Sin embargo, ello no lo explica todo, sino que en estos países el Gobierno intervino para fomentar el desarrollo, de diversas maneras. Por ejemplo, los créditos subsidiados y orientados a industrias seleccionadas, la protección de los sustitutos internos de las importaciones, los subsidios a las industrias en decadencia, el establecimiento de bancos estatales, la inversión pública en investigación aplicada, la fijación de metas de exportación para empresas e industrias específicas y una estrecha cooperación entre el Estado y el sector privado. Lo cierto es que los resultados mostraron que estas intervenciones no inhibieron el crecimiento y si bien distorsionaron ciertos precios, lo hicieron dentro de límites razonables.

La combinación de todos estos elementos posibilitó un rápido crecimiento con una fuerte orientación exportadora, basado en altas tasas de ahorro interno; todo ello, al interior de un marco institucional que posibilitaba la repetición de este círculo virtuoso de crecimiento con equidad. Este marco institucional, definido antes como la adecuada cooperación entre el

sector público y el privado, se ha transformado en lo que hoy se conoce como capitalismo de amigotes (*crony capitalism*), es decir, una mixtura de corrupción, nepotismo y favoritismo del gobierno hacia ciertos sectores con intereses particulares específicos, que más allá de que sean ciertos o no, de ninguna manera anulan los logros alcanzados.

¿Cuál fue el papel del gobierno en este milagro? Aquí se han propuesto tres tipos de respuestas: la primera enfatiza las políticas industriales, la segunda alude al denominado capitalismo asiático y la tercera, al marco institucional favorable al sector privado (Weder 1999).

En lo que se refiere a las políticas industriales, existe consenso en que los estados desempeñaron un papel activo en la promoción de exportaciones y en el apoyo a industrias específicas. Sin embargo, la controversia se mantiene con respecto de la efectividad de estas medidas. Por un lado, se sostiene que los gobiernos escogieron a los ganadores, proveyéndolos de protección y fuertes incentivos para que sean competitivos, dejando de lado a otros, quienes no recibieron ese apoyo. Por otro lado, los incentivos gubernamentales hacia ciertas actividades exportadoras contrarrestaron los desincentivos de las políticas de protección de las importaciones. De esta manera, el efecto neto fue similar a aquel que hubiera resultado del libre mercado, de modo que las políticas industriales no inhibieron el crecimiento, ni tampoco lo promovieron. Esta conclusión es debatible, aunque deja en claro que sí existió un papel del Estado en la economía.

La segunda respuesta es aun más controversial, pues sostiene que el crecimiento asiático se debió a la existencia de ciertos valores, como la predisposición al trabajo y los fuertes lazos familiares y al hecho de que los gobiernos promovieron un tipo especial de capitalismo, a través de sus políticas industriales. Sin embargo es claro que estos valores no son específicos solo para Asia. Los estrechos lazos familiares y las relaciones empresariales entre familias son comunes en muchos países en desarrollo, como también lo han sido las políticas industriales.

Con respecto de la tercera respuesta, el estudio del Banco Mundial de 1993 sugiere que los gobiernos crearon un marco institucional dentro del cual el sector privado podía actuar con facilidad<sup>3</sup>. Aquí se sugieren dos características: por un lado, los gobiernos establecieron lazos muy cercanos con la clase empresarial, siendo receptivos a sus problemas, lo que permitió

3 El marco institucional se refiere a las reglas o mecanismos que gobiernan las relaciones entre las diferentes agencias del Estado, así como las relaciones entre estas y el sector privado.

la implementación de políticas de manera horizontal y no vertical<sup>4</sup>. Como se verá más adelante, luego de la crisis uno de los puntos de debate ha sido si esta intensa cooperación entre el sector público y el privado promovió inversiones de largo plazo y por ende crecimiento, u originó nepotismo y corrupción, aspectos que tienden a reducir el crecimiento sostenido.

Por otro, la existencia de una burocracia competente, independiente y muy motivada. En simultáneo también se han realizado tres aspectos adicionales: en primer lugar, el papel de los derechos de propiedad, los efectos negativos de la inestabilidad política y el impacto negativo de la corrupción sobre el crecimiento. En síntesis, el marco institucional apropiado habría sido una de las claves explicativas del rápido crecimiento de la región.

Más allá de lo controversial que pueden resultar los aspectos anteriores, la intención de presentarlos está en realzar la necesidad de un Estado que funcione con reglas claras, promueva la estabilidad económica y busque llegar a puntos de consenso con el sector privado. Es posible plantear la hipótesis de que este tipo de Estado no ha existido en América Latina y por ello se ha convertido en un obstáculo para el crecimiento con equidad. La deducción es obvia: la reforma del Estado sigue siendo la principal llave de salida para lograr un crecimiento alto y sostenido con efectos positivos en el bienestar.

### **3. ¿En qué consistió la crisis?**

Toda crisis económica tiene una serie de manifestaciones; desde nuestro punto de vista, la característica más relevante fue **la brusca contracción de las tasas de crecimiento del PBI**, tal como se observa en el cuadro 5.8.

El cuadro 5.8 permite apreciar una de las expresiones de la crisis del Asia Oriental, pero no las causas de la misma, que se analizarán más adelante. Si bien es cierto, los países tenían semejanzas en cuanto al patrón de desarrollo décadas antes de la crisis, no todos fueron afectados en la misma magnitud. En primer lugar, Tailandia creció a tasas mayores que 8% anual

4 Una de las instituciones más analizadas por la literatura ha sido la existencia de los Consejos de Deliberación, que eran foros en los cuales representantes del gobierno y del sector privado discutían las tendencias del mercado y negociaban políticas concretas. Japón es el país donde estos Consejos tiene mayor poder; los acuerdos ahí tomados eran aprobados por el Parlamento como una cuestión rutinaria.

**Cuadro 5.8**  
**Tasas de crecimiento del PBI**  
**(en porcentajes)**

|                  | 1982-91 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998  | 1999 |
|------------------|---------|------|------|------|------|------|------|-------|------|
| <b>Tailandia</b> | 8,1     | 8,1  | 8,4  | 9,0  | 8,9  | 5,9  | -1,7 | -10,2 | 4,2  |
| <b>Corea</b>     | 8,9     | 5,4  | 5,5  | 8,3  | 8,9  | 6,8  | 5,0  | -6,7  | 10,7 |
| <b>Malasia</b>   | 6,3     | 8,9  | 9,9  | 9,2  | 9,8  | 10,0 | 7,3  | -7,4  | 5,6  |
| <b>Indonesia</b> | 5,5     | 7,2  | 7,3  | 7,5  | 8,2  | 8,0  | 4,5  | -13,0 | 0,3  |
| <b>Taiwán</b>    | 8,1     | 6,8  | 6,3  | 6,5  | 6,0  | 5,7  | 6,8  | 4,7   | 5,7  |
| <b>Hong Kong</b> | 6,1     | 6,3  | 6,1  | 5,4  | 3,9  | 4,5  | 5,0  | -5,1  | 2,9  |
| <b>Filipinas</b> | 1,3     | 0,3  | 2,1  | 4,4  | 4,8  | 5,8  | 5,2  | -0,6  | 3,3  |
| <b>China</b>     | 9,5     | 14,2 | 13,5 | 12,6 | 10,5 | 9,6  | 8,8  | 7,8   | 7,1  |
| <b>Japón</b>     | 4,1     | 1,0  | 0,3  | 0,6  | 1,5  | 5,0  | 1,6  | -2,5  | 0,2  |
| <b>Singapur</b>  | 7,1     | 6,5  | 12,7 | 11,4 | 8,0  | 7,5  | 8,4  | 0,4   | 5,4  |

Fuente: FMI (2000c: 205).

entre 1982 y 1995; experimenta una progresiva desaceleración desde 1996 para caer en una profunda recesión en 1998 (la primera desde 1972) . En segundo lugar, Corea, luego de crecer a una tasa promedio anual de 8,9% entre 1982 y 1991, sufre una desaceleración entre 1992 y 1993 para recuperarse en los tres años siguientes. Sin embargo, en 1998 entra en una recesión de -6,7% (la anterior ocurrió en 1980). En tercer lugar, Malasia muestra una senda de crecimiento creciente hasta 1996, para luego caer en 1998. Algo similar ocurre con Indonesia, que crece a tasas superiores a 7% entre 1990 y 1996, para luego observar la peor contracción de los países de la muestra en 1998 (-13%). Un patrón similar muestran Hong Kong y Filipinas (aunque este último crecía a tasas menores que los anteriores antes de la crisis). Singapur también se desacelera en 1998, aunque su caída no es tan abrupta como el resto de países. Mención especial merece China, quien parece haber estado inmunizada contra la crisis, pues la tasa de variación del PBI no ha bajó de 7% entre 1982 y 1998. Por último, Japón experimentó bajos niveles de crecimiento entre 1992 y 1998, y se contrajo el PBI en 2,5% en 1998.

La lectura anterior sugiere que hubo un punto de inflexión en la tendencia de varios países de Asia Oriental, más pronunciado en Tailandia, Indonesia, Malasia, Corea y Filipinas. Esto no ocurrió ni en Taiwán ni en China (en el acápite 4.9 se ahonda en más detalles). Ahora bien, todas las



economías se recuperan en 1999, la más lenta en hacerlo es Indonesia, y Corea aparece como la de más rápida recuperación. El análisis sugiere que existieron causas similares que determinaron que se interrumpa el milagro de Asia Oriental, aunque no es posible realizar generalizaciones a todos los países de la región (los casos de Taiwán y China son ilustrativos al respecto). Con ese objetivo en el cuadro 5.9 se presenta la evolución de ciertos indicadores básicos en las economías afectadas por la crisis y aquellas no afectadas<sup>5</sup>.

**Cuadro 5.9**  
**Indicadores económicos: economías afectadas y no afectadas**

|                           | Economías afectadas |      |      | Economías no afectadas |      |      |
|---------------------------|---------------------|------|------|------------------------|------|------|
|                           | 1991-95             | 1996 | 1997 | 1991-95                | 1996 | 1997 |
| <b>Crecimiento PBI</b>    | 7,3                 | 7,0  | 4,4  | 6,5                    | 5,7  | 6,5  |
| <b>Inflación</b>          | 6,1                 | 5,8  | 5,1  | 4,9                    | 3,7  | 2,5  |
| <b>Ahorro interno/PBI</b> | 33,9                | 33,3 | 32,8 | 31,8                   | 31,5 | 31,3 |
| <b>Brecha externa/PBI</b> | -3,0                | -5,0 | -3,0 | 4,1                    | 4,9  | 4,2  |
| <b>Balance fiscal/PBI</b> | 0,3                 | 0,4  | -0,2 | -0,7                   | -2,0 | 1,4  |

Fuente: Asian Development Bank (1998: 25).

Las economías afectadas muestran un crecimiento más lento en 1997 con relación a las no afectadas, aunque experimentaron tasas de crecimiento más altas entre 1991 y 1996. La inflación fue mayor entre 1991 y 1997 en las economías afectadas. Pese a ello, puede afirmarse que las diferencias no fueron muy significativas; sin embargo, el cuadro 5.9 muestra que la evolución de la brecha externa (déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos como porcentaje del PBI) fue negativa para las economías afectadas, mientras que las no afectadas mostraron superávit externo durante todo el período analizado. A riesgo de ser simplificador, **es notorio que este último indicador es relevante para el estudio de la crisis**. Como sostiene Schuldt: “Por lo demás, es evidente que las insostenibles balanzas de pagos, siempre han sido los desencadenantes de las crisis económicas. Debe recalcar, sin embargo, que solo son una condición necesaria y de ninguna manera suficiente para que culmine en una debacle financiera” (Schuldt 1998b: 57).

5 Las economías afectadas incluyen a Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia, mientras que las no afectadas a Hong Kong, China, Singapur y Taiwán.

Toda crisis tiene un período de gestación y en ella intervienen una diversidad de elementos. Algo ocurrió dentro de estas economías o hubo factores externos que precipitaron la reversión de las altas tasas de crecimiento de las mismas. **Existe consenso en el hecho de que el estudio de la crisis está relacionado con el comportamiento del sector externo de estas economías, así como la naturaleza de los sistemas financieros y corporativos de las mismas.**

La crisis combinó aspectos cambiarios con financieros, que se presentan como indisolubles. De ahí que **una segunda manifestación de la crisis haya sido la depreciación del tipo de cambio nominal en las economías afectadas.** Entre junio de 1997 y enero de 1998 la rupia de Indonesia se depreció en 80%, el baht tailandés en 53%, el won coreano y el ringgit de Malasia en 42% y el peso filipino en 36%. Estos hechos ocurrieron luego de largos períodos de estabilidad cambiaria y llevaron a que los países mencionados abandonen la defensa de sus respectivos tipos de cambio.

Una tercera manifestación de la crisis fue **la reversión del flujo de capitales privados** a la región, que convirtieron en insostenibles los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y que incidieron en las depreciaciones mencionadas. Para algunos autores este fue el elemento que definió la crisis (Radelet y Sachs 1998b). En el cuadro 5.10 se presenta la información agregada para las cinco economías afectadas (Corea, Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia).

**Cuadro 5.10**  
**Financiamiento externo: países afectados**  
(miles de millones de dólares)

|                                    | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  |
|------------------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Balance en cuenta corriente</b> | -24,6 | -41,3 | -54,9 | -26,0 |
| <b>Financiamiento externo neto</b> | 47,4  | 80,9  | 92,8  | 15,2  |
| <b>1. Flujos privados netos</b>    | 40,5  | 77,4  | 93,0  | -12,1 |
| <b>a. Inversión en acciones</b>    | 12,2  | 15,5  | 19,1  | -4,5  |
| - Directa                          | 4,7   | 4,9   | 7,0   | 7,2   |
| - Portafolio                       | 7,6   | 10,6  | 12,1  | -11,6 |
| <b>b. Créditos privados</b>        | 28,2  | 61,8  | 74,0  | -7,6  |
| - Bancos comerciales               | 24,0  | 49,5  | 55,5  | -21,3 |
| - Créditos privados no bancarios   | 4,2   | 12,4  | 18,4  | 13,7  |
| <b>2. Flujos oficiales netos</b>   | 7,0   | 3,6   | -0,2  | 27,2  |
| - Instituciones internacionales    | -0,4  | -0,6  | -1,0  | 23,0  |
| - Créditos bilaterales             | 7,4   | 4,2   | 0,7   | 4,3   |

Fuente: Radelet y Sachs (1998a: tabla 2).

El cuadro 5.10 muestra la reversión en el financiamiento externo de las economías afectadas. En primer lugar, hasta 1996, los flujos privados netos aumentaron a US\$ 92,8 miles de millones, mientras que en 1997 hubo una salida neta de US\$ -12,1 miles de millones, que equivale al 11% del PBI conjunto de estas economías<sup>6</sup>. En segundo lugar, los flujos privados están divididos en inversión en acciones y créditos privados. Los primeros, que corresponden a la inversión extranjera directa se mantuvieron constantes entre 1996 y 1997. Sin embargo, la inversión en portafolio que aumentó hasta 1996, se transformó en salida neta de US\$ -11,6 miles de millones en 1997. Los créditos privados tomados del exterior y canalizados a través de la banca comercial mostraron un cambio abrupto de signo, pues de US\$ 55,5 miles de millones en 1996 pasaron a US\$ -21,3 miles de millones en 1997. De ahí que el sistema financiero haya desempeñado un papel decisivo en la crisis: no fueron los capitales para inversión extranjera directa los que se retrajeron, sino aquellos que habían ingresado por la banca comercial privada. En consecuencia, **la crisis no solo fue cambiaria, sino también financiera**. En tercer lugar, los flujos oficiales no presentan ninguna importancia hasta 1996 (puede observarse la tendencia decreciente hasta el mencionado año); su relevancia aumenta en 1997, lo que está unido a los programas de rescate, tanto de las instituciones financieras internacionales (el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial, entre otros), como de los préstamos bilaterales.

Por lo tanto, **la crisis fue privada y no pública y se expresó en una abrupta reversión del flujo de capitales a través del sistema bancario**. Un hecho digno de remarcar fue la naturaleza no anticipada de la reversión del flujo de capitales. En el cuadro 5.11 se muestra el movimiento neto de capitales hasta el 30 de junio de 1997, es decir, dos días antes de que las autoridades tailandesas abandonaran la defensa del baht y lo dejaran flotar.

En primer lugar, los préstamos de los bancos externos aumentaron de US\$ 209,9 miles de millones en diciembre de 1995 a US\$ 261,2 miles de millones en diciembre de 1996 (24,4%) y a US\$ 274,4 miles de millones en junio de 1997 (5% más con respecto a seis meses antes). ¿Es acaso que los bancos no percibieron que no podían continuar con sus políticas de presta-

6 En términos netos, la salida de capitales fue de US\$ 105 mil millones (de US\$ 93 a US\$ -12,1 mil millones). De ese monto, US\$ 77 mil millones salieron a través de la banca comercial. El PBI conjunto antes de la crisis ascendía aproximadamente a 935 miles de millones de dólares en las economías afectadas.

**Cuadro 5.11**  
**Bancos extranjeros: movimiento de capitales**  
**(miles de millones de dólares)**

|                      | <b>Total</b> | <b>Bancos</b> | <b>Sector público</b> | <b>Préstamos privados no bancarios</b> | <b>Total préstamos de corto plazo</b> |
|----------------------|--------------|---------------|-----------------------|--|---------------------------------------|
| <b>A. Dic. 1995</b>  | <b>209,9</b> | <b>91,3</b>   | <b>20,0</b>           | <b>98,4</b>                            | <b>137,5</b>                          |
| Indonesia            | 44,5         | 8,9           | 6,7                   | 28,8                                   | 27,6                                  |
| Malasia              | 16,8         | 4,4           | 2,1                   | 10,1                                   | 7,9                                   |
| Filipinas            | 8,3          | 2,2           | 2,7                   | 3,4                                    | 4,1                                   |
| Tailandia            | 62,8         | 25,8          | 2,3                   | 34,7                                   | 43,6                                  |
| Corea                | 77,5         | 50,0          | 6,2                   | 21,4                                   | 54,3                                  |
| <b>B. Dic. 1996</b>  | <b>261,2</b> | <b>115,2</b>  | <b>19,6</b>           | <b>126,0</b>                           | <b>166,3</b>                          |
| Indonesia            | 55,5         | 11,7          | 6,9                   | 36,8                                   | 34,2                                  |
| Malasia              | 22,2         | 6,5           | 2,0                   | 13,7                                   | 11,2                                  |
| Filipinas            | 13,3         | 5,2           | 2,7                   | 5,3                                    | 7,7                                   |
| Tailandia            | 70,2         | 25,9          | 2,3                   | 41,9                                   | 45,7                                  |
| Corea                | 100,0        | 65,9          | 5,7                   | 28,3                                   | 67,5                                  |
| <b>C. Junio 1997</b> | <b>274,4</b> | <b>121,8</b>  | <b>16,7</b>           | <b>136,0</b>                           | <b>175,1</b>                          |
| Indonesia            | 58,7         | 12,4          | 6,5                   | 39,7                                   | 34,7                                  |
| Malasia              | 28,8         | 10,5          | 1,9                   | 16,5                                   | 16,3                                  |
| Filipinas            | 14,1         | 5,5           | 1,9                   | 6,8                                    | 8,3                                   |
| Tailandia            | 69,4         | 26,1          | 2,0                   | 41,3                                   | 45,6                                  |
| Corea                | 103,4        | 67,3          | 4,4                   | 31,7                                   | 70,2                                  |

Fuente: Radelet y Sachs (1998a: tabla 3).

mos a países que estaban a punto de hacer crisis?; ¿no funcionaron las señales de alarma? En segundo lugar, del total de préstamos, aquellos de corto plazo (con una maduración menor a un año) representaron el 65% en 1995, 63% en 1996 y 64% en junio de 1997. La **vulnerabilidad del sistema bancario** ante una eventual reversión de capitales era alta, pues en esa situación, los bancos tendrían que hacer frente a pagos externos que no estarían en condiciones de afrontar. En ese escenario, podría pensarse que los respectivos bancos centrales usarían sus reservas para cubrir los pagos de los bancos domésticos con el exterior; en los tres años mencionados, la deuda de corto plazo fue mayor que las reservas en Indonesia, Tailandia y Corea, por lo que así los bancos centrales hubieran puesto a disposición de los bancos privados todas sus reservas, tampoco hubiera alcanzado. En tercer lugar, en los tres países mencionados predominó el ingreso de capitales a través de la banca privada y vía endeudamiento no

bancario, es decir, endeudamiento directo de las corporaciones con el exterior. En el caso de Malasia y Filipinas sobresale el endeudamiento privado no bancario con el exterior.

Por otro lado, en cuanto al país de origen de los bancos extranjeros que prestaron dinero a los países afectados, Japón fue el principal acreedor, como se observa en el cuadro 5.12.

**Cuadro 5.12**  
**Préstamos bancarios por país de origen**  
**(miles de millones de dólares)**

|                  | <b>Total</b> | <b>Japón</b> | <b>Estados Unidos</b> | <b>Alemania</b> | <b>Otros</b> |
|------------------|--------------|--------------|-----------------------|-----------------|--------------|
| <b>Dic. 1995</b> | 209,9        | 87,7         | 18,9                  | 19,1            | 84,2         |
| <b>Dic. 1996</b> | 261,2        | 93,6         | 25,9                  | 28,1            | 113,6        |
| <b>Jun. 1997</b> | 103,4        | 23,7         | 10,0                  | 10,8            | 58,9         |

Fuente: Radelet y Sachs (1998a: tabla 4).

En síntesis, las explicaciones tradicionales de una crisis cambiaria, pro- vista por los denominados modelos de primera y segunda generación pare- cen no encajar con lo ocurrido en Asia Oriental. Existían pocos indicios de vulnerabilidades macroeconómicas, salvo el déficit en cuenta corriente de las balanzas de pagos que estaba financiado por el ingreso de capitales privados. **La crisis estalla cuando estos capitales deciden salir de la región;** por ende, debe rastrearse el origen de este hecho en otro tipo de aspectos, como por ejemplo, las fragilidades de los sistemas financieros, el tipo de financiamiento externo (dentro del cual predominó el de corto pla- zo, canalizado a través de la banca privada y endeudamiento directo de las corporaciones), todo esto en un contexto mayor de una economía globalizada, donde los capitales parecen migrar de una plaza a otra sin previo aviso.

Hasta aquí se han presentado tres manifestaciones de la crisis: la re- versión del influjo de capitales, la depreciación de las monedas asiáticas y la contracción del PBI de las economías afectadas. Es evidente que estas manifestaciones tuvieron causas más profundas. La presentación de las mismas ha tenido como objetivo mostrar la profundidad de la crisis y moti- var al lector a considerar las causas de la misma; previo a ello, se presenta a continuación una síntesis cronológica de los hechos más relevantes ocu- rridos durante 1997 y 1998.

### 3.1. Cronología de la crisis financiera

Con la intención de colocar el tema en perspectiva, se presenta una breve cronología de los principales hechos que configuraron y desencadenaron este fenómeno.

La crisis estalla el 2 de julio de 1997, cuando las autoridades monetarias de Tailandia abandonan la defensa del baht y dejan de lado el sistema cambiario cuasifijo (*dollar peg system*) por uno de flotación administrada. Dicho de otro modo, no pudo soportarse el ataque especulativo masivo, es decir, el hecho de que los agentes económicos aumentaran su demanda por dólares lo que presionó sobre el tipo de cambio. En principio se usaron dos medidas para defender el tipo de cambio: venta de reservas por parte de la autoridad monetaria y elevación de las tasas de interés domésticas con el objetivo de mantener atractiva la opción de ahorrar o mantener activos financieros expresados en bahts. Ello había logrado conjurar el primer ataque especulativo de mayo de 1997, que siguió al colapso del Banco de Comercio de Bangkok. En ese mes, el baht recibió las mismas presiones, que desencadenaron la renuncia del ministro de Finanzas el 19 de junio<sup>7</sup>.

Este hecho, que en sus inicios se percibía como un problema localizado en Tailandia, precipitó que los inversionistas atacaran otras monedas, convirtiéndose la crisis en regional; el 3 de julio, el peso filipino sufrió un ataque especulativo; las autoridades monetarias de Filipinas intentaron defender el tipo de cambio, a través del aumento de las tasas de interés domésticas de 15% a 24% y la ampliación de la banda de flotación el 11 del mismo mes. El 8 de julio el ringgit de Malasia sufre un ataque especulativo que es neutralizado con éxito, mediante la intervención del banco central en el mercado cambiario; sin embargo, tres días después se abandona la defensa del ringgit. El 11 de julio la rupia de Indonesia es sujeta a un ataque especulativo y las autoridades responden mediante el aumento de la banda cambiaria de 8% a 12%. Un mes después, el 14 de agosto se abandona la defensa cambiaria y se opta por un sistema cambiario flotante. En octubre de 1997, las autoridades de Tailandia, Filipinas e Indonesia solicitaron asistencia del FMI. En noviembre fueron víctimas de un ataque especulativo, el won coreano (que había permanecido estable hasta octubre) y el yen japonés; en ese mismo mes, Corea solicitó apoyo al FMI y el

7 El ministro de Finanzas, Virava, era un defensor de mantener el sistema cambiario anclado al dólar.

16 de diciembre, las autoridades monetarias abandonaron la defensa del won y optaron por un sistema de flotación.

La crisis continuó acentuándose en 1998, en particular debido a problemas en Indonesia y Japón. En el caso de Indonesia, en febrero, el gobierno de Suharto enfrentó una serie de problemas políticos y sociales; las protestas civiles como consecuencia de una quiebra en cadena de varias corporaciones y el consiguiente aumento en el desempleo precipitaron una **crisis política**, que terminó con la renuncia de Suharto el 21 de mayo. En febrero, Japón diseñó un conjunto de medidas con el objetivo de reactivar la economía, pero ello fue insuficiente (Asian Development Bank 1999). La economía continuó estancada, a pesar de medidas adicionales de estímulo fiscal tomadas en abril. En junio el yen se depreció frente al dólar llegando al nivel más bajo de los ocho últimos años. Ello incidió en depreciaciones adicionales de otras monedas asiáticas, como el baht de Tailandia, el won coreano, el ringgit de Malasia y el dólar de Taiwán. Las bolsas de valores cayeron, pues los inversionistas percibieron que las depreciaciones de las monedas simbolizaban que la crisis continuaría. Los índices bursátiles de Hong Kong y Corea llegaron a sus niveles más bajos desde febrero de 1995 y junio de 1987.

En agosto de 1998, mientras los inversionistas esperaban mayores depreciaciones, ocurrió un choque externo que afectó a los sistemas financieros: el banco central de Rusia devaluó el rublo y el Gobierno decretó la moratoria de su deuda interna y externa. Esta acción tuvo un impacto dramático en los mercados financieros. Los inversionistas temieron que la crisis se expandiera por todo el mundo emergente y para evitar riesgos huyeron y se dirigieron a plazas más seguras, como la compra de bonos del tesoro de Estados Unidos, que como consecuencia iniciaría una fase de expansión económica. En otras palabras, gran parte de los fondos retirados de las economías emergentes se dirigieron a Estados Unidos, en la búsqueda de inversiones de menor riesgo.

Ante esta situación, los países afectados recurrieron a respuestas menos ortodoxas; por ejemplo, el 1° de setiembre, el Gobierno de Malasia impuso drásticos controles de capitales para contener los ataques especulativos al ringgit. La situación se había complicado por dos motivos: por un lado, la crisis se había expandido por todas las economías emergentes y por otro, no existía una respuesta orgánica para detener el pánico financiero. Entre setiembre de 1998 y enero de 1999, la rupia de Indonesia se depreció en 20%, el won coreano en 18%, el peso filipino en 15% y el baht tailandés en 7%.

La recuperación de las economías asiáticas solo comenzó en octubre de 1998, como consecuencia de la reducción de las tasas de interés de Estados Unidos (hubo tres recortes entre setiembre y diciembre, que significaron una caída agregada de 0,75%), los progresos de Japón en la reforma del sector bancario (el tipo de cambio bajó de 145 yenes por dólar en junio a 113 yenes por dólar en diciembre) y la implementación gradual de reformas en los países afectados. En 1999 las economías asiáticas se habían estabilizado.

En síntesis, luego de varios esfuerzos por conjurar los diversos ataques especulativos, los países afectados aceptaron que no podían continuar con la defensa del tipo de cambio, dejándolos flotar. En Tailandia, se anunció la flotación del baht el 2 de julio, dándose inicio a la crisis asiática que, como se ha visto, se extendió a otros países; la misma medida fue tomada por Malasia (14 de julio), Indonesia (14 de agosto) y Corea (16 de diciembre). En el caso de Filipinas, si bien es cierto no se anunció de manera oficial la flotación del peso, este sufrió continuas devaluaciones a partir del 11 de julio de 1997. De hecho, lo que puede resultar sorprendente para cualquier lector, es la velocidad y ferocidad con la cual se expandieron los problemas cambiarios. El contagio, el pánico financiero y la gradualidad de las reformas determinaron que las economías solo se estabilizaran en 1999.

#### **4. Las causas de la crisis**

Las razones que originaron la crisis del Asia Oriental son complejas. En primer lugar, las crisis cambiarias no se debieron a políticas fiscales o monetarias expansivas, por lo que los modelos de primera generación no brindan una explicación de las mismas. Como puede apreciarse en los cuadros 5.6 y 5.9 la situación fiscal se encontraba relativamente equilibrada y las tasas de inflación eran bajas. En segundo lugar, a pesar de que las economías afectadas por la crisis mostraron una desaceleración en 1996, no experimentaban un desempleo sustancial. Más aun, la mayoría de ellas se encontraba cerca del pleno empleo; inclusive tenían que importar mano de obra. Por lo tanto, las autoridades económicas no tenían incentivos para abandonar el tipo de cambio anclado al dólar, que pudo ser el objetivo si se hubiera deseado poner en marcha políticas monetarias expansivas para aumentar el empleo (como ocurrió en la crisis cambiaria europea de 1992-93). Desde esta óptica, los modelos de segunda generación tampoco proveen una explicación, al menos completa, de la crisis, siempre y cuando



esta se vincule solo al abandono del sistema cambiario fijo. En el centro de la búsqueda de las causas está el análisis de la reversión en el flujo de capitales privados (que entraron en forma masiva a la región desde inicios de la década de 1990), que frenaron el crecimiento de los países afectados e impidieron que los déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos puedan mostrar un financiamiento sostenible.

En general, existen dos interpretaciones de la crisis. La primera de ellas alude a un **cambio repentino en las expectativas del mercado** y por ende de la confianza como causa de la crisis. Este cambio de percepción habría precipitado la salida de capitales que originó las presiones sobre el tipo de cambio. Radelet y Sachs (1998a y 1998b) sostienen que si bien es cierto, las condiciones macroeconómicas se habían deteriorado a mediados de la década de 1990, la extensión y profundidad de la crisis no puede atribuirse solo a ellas, sino que hubo elementos de **pánico financiero** por parte de los inversionistas domésticos y extranjeros, reforzada por la errónea respuesta del FMI y de la comunidad financiera internacional. En otras palabras, la causa principal de la crisis fue la **inestabilidad intrínseca del mercado internacional de capitales**, que tiende a crear situaciones de pánico financiero; esto se refleja en la actitud de los prestamistas internacionales quienes, ante una pérdida de confianza en el país receptor, suspenden sus préstamos en forma masiva sin previo aviso, inclusive a los deudores solventes. Los defensores de esta interpretación de la crisis sostienen que el rápido crecimiento de los países afectados, antes de la crisis, legitima la estrategia de desarrollo gubernamental, lo que incluye los estrechos vínculos entre el Estado y el sector privado. Así, las burbujas en los precios de los activos se debieron a la incapacidad de los gobiernos de esterilizar el influjo de capitales y no al exceso de inversión, incentivada por el riesgo moral. El principal error de los gobiernos fue la excesiva liberalización de los sistemas financieros. Ello aumentó la vulnerabilidad de las economías a un comportamiento especulativo y en manada de los inversionistas, lo que a su vez facilitó la aparición de burbujas especulativas (Noble y Ravenhill 2000b).

En síntesis, **la crisis no habría sido de insolvencia, sino de iliquidez**. En esta línea de análisis, la crisis habría sido precipitada por el crecimiento desmedido de las deudas de corto plazo con el exterior; cuando estas superaron al nivel de reservas internacionales, los inversionistas extranjeros fueron sujetos de una suerte de pánico, pues percibieron que la iliquidez del país impediría que pudieran cobrar sus acreencias. En esas circunstancias decidieron retirar sus capitales.

La segunda interpretación sostiene que la crisis fue **el reflejo de distorsiones estructurales y de inconsistencias política económica en los países de la región** (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998, Goldstein 1998, Fischer 1998a). Los desequilibrios en los fundamentos de las economías desencadenaron la crisis, a pesar de que una vez iniciada, la sobre reacción del mercado, el pánico y el comportamiento en manada, hicieron que la crisis fuera más severa que la pronosticada a partir de los débiles fundamentos macroeconómicos. Si se acepta esta explicación, entonces **la crisis fue de insolventia y no de iliquidez**. Bajo este enfoque, la reversión de capitales habría sido consecuencia de la reducción en las tasas de crecimiento de las exportaciones de los países afectados en 1996, lo que hizo dudar de la capacidad de repago futura de los préstamos otorgados. Entonces, los capitales decidieron huir.

La distinción es importante para el análisis de las consecuencias de la crisis. Si se trata de una crisis originada en un problema de expectativas, entonces basta recuperar la confianza para que las economías retomen su cauce normal<sup>8</sup>. Las implicancias en términos de caída en el nivel de actividad son solo transitorias. En contraposición, si los orígenes de la crisis se encuentran en distorsiones estructurales, entonces la recuperación es más lenta, pues deben implementarse reformas más profundas. Además, los efectos sobre el sector real son más persistentes.

En consecuencia, deben analizarse otros elementos que estuvieron detrás de la crisis. Entre ellos destacan las tendencias de los flujos de capitales, el sistema cambiario, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, los desbalances y fragilidades del sector financiero y las debilidades en el sector corporativo, para luego concluir respecto de cuál de las dos interpretaciones se acerca más a la realidad de los hechos. En lo que sí existe consenso es en el papel decisivo del aumento del ingreso de capitales privados a las economías emergentes; esta tendencia se acentuó en la primera mitad de la década de 1990, en particular, en Asia Oriental.

#### **4.1. El influjo de capitales**

Entre 1987 y 1996 Corea recibió US\$ 80 mil millones (5,1% del PBI como promedio anual), Tailandia recibió US\$ 75 mil millones (7,4% del

8 Radelet y Sachs (1998b) sostienen que la respuesta de política apropiada ante esas circunstancias es proteger a la economía mediante actividades de algún prestamista de última instancia.

PBI promedio anual), Indonesia US\$ 68 mil millones (5,7% del PBI), Malasia US\$ 68 mil millones (12% del PBI) y Filipinas US\$ 23 mil millones (4,3% del PBI). Solo una pequeña parte de estos totales se dirigió a inversión extranjera directa; la mayoría ingresó como inversión en portafolio o a través del sistema bancario. Este no fue un hecho aislado de Asia Oriental, pues el flujo neto de capitales privados a las economías emergentes se multiplicó por siete entre 1990 y 1996 (Ito 1999).

- En 1990, del total de ingreso de capitales privados a las economías emergentes, estimado en 30 mil millones, dos tercios se dirigieron a Asia, mientras que un tercio a América Latina.
- En 1993, el flujo de capitales aumentó a US\$ 160 mil millones de dólares, de los cuales, Asia y América Latina recibieron el 40% cada uno.
- En 1996, el flujo de capitales se incrementó a US\$ 240 mil millones, de los cuales la mitad se dirigió a Asia y un tercio a América Latina.

Este hecho determinó que cada una de las economías afectadas experimentara un **boom crediticio** desde inicios de la década de 1990; esto significa que el crecimiento del crédito bancario y no bancario al sector privado excedió al crecimiento del PBI. Este *boom crediticio* ocurrió gracias al ingreso neto de capitales privados y estuvo dirigido, en gran parte, a la compra de acciones y a bienes raíces (propiedades). A fines de 1997, del total de préstamos bancarios en Tailandia, entre el 30 y 40% se dirigió a bienes raíces; porcentajes similares se observaron en Malasia, mientras que en Indonesia el porcentaje fluctuó entre 25 y 30% (Goldstein 1998).

¿Por qué ocurrió este aumento en el ingreso de capitales privados? En primer lugar, desde los inicios de la década de 1990, el lento crecimiento de Japón y Europa generó dos efectos: por un lado, los inversionistas buscaron oportunidades más rentables de inversión en las economías emergentes; por otro, la reducción de las tasas de interés en Japón y Europa (medida tomada con la finalidad de incentivar el crecimiento), redujo aun más la rentabilidad de las inversiones. Este factor **empujó** los capitales hacia otras plazas, entre las que se encontraban los países de Asia Oriental, así como otras economías emergentes.

En segundo lugar, **la liberalización financiera** de fines de la década de 1980 e inicios de la década siguiente en los países asiáticos, eliminó gran parte de las restricciones al ingreso de capital externo. Si se combinan los dos factores, los inversionistas de los países industrializados encontraron

nuevas oportunidades de inversión, tanto para aumentar sus tasas de rentabilidad como para diversificar su portafolio. Por lo general, las tasas de retorno a la inversión son más altas en los países en desarrollo, siempre y cuando no existan restricciones al resto de factores que complementan el proceso productivo (como por ejemplo, mano de obra calificada e infraestructura adecuada). De esta manera, Asia Oriental se convirtió en una especie de **imán** para los inversionistas externos. En paralelo, cabe mencionar que más allá de los sólidos fundamentos de las economías asiáticas, los inversionistas tienden a comportarse en manada.

Por estas razones algunos autores (Radelet y Sachs 1998a; Kochlar, Loungani y Stone 1998, entre otros) sostienen que Asia Oriental fue **víctima de su propio éxito**; el notable comportamiento de estas economías, unido a la liberalización financiera de la década de 1990 y el lento crecimiento de las economías industrializadas, entre otros factores, determinó que se produjera el considerable aumento de capitales descrito.

El ingreso neto de capitales permite financiar los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos de los países receptores, sin perder reservas. De este modo, aumenta los recursos disponibles para el país; en el caso de Asia, el influjo de capitales fue utilizado para **inversión** y no para consumo. La mayor inversión en compra de activos elevó el precio de estos últimos, lo que incentivó aun más el ingreso de capitales, que alcanzaron su pico, como se ha visto, en 1996. Sin embargo, el ingreso de capitales fue **excesivo**, en el sentido de que la economía no los pudo absorber en el corto plazo, sin desestabilizar los mercados cambiario y financiero. Por un lado presiona a una apreciación del tipo de cambio y por otro, obliga al sistema financiero a canalizar un mayor volumen de fondos a inversiones domésticas, tarea que no siempre puede realizarse con la misma eficiencia. En el cuadro 5.13 se presenta la tasa de crecimiento anual de la inversión para una muestra de países.

El cuadro 5.13 muestra las altas tasas de crecimiento de la inversión, que explicaron el comportamiento ascendente del PBI de estas economías. Lo que puede resultar sorprendente fue que China experimentó el promedio más alto en el primer quinquenio de la década de 1990 y no fue sujeto de la crisis. Esto plantea varias interrogantes como las siguientes: ¿acaso las inversiones estuvieron mejor dirigidas en China, de modo que permitieron que este país mantenga las tasas de crecimiento, mientras que sus vecinos experimentaban una brusca contracción?; si se acepta la interpretación de la inestabilidad del mercado internacional de capitales como causa principal, ¿por qué esta situación no ocurrió con China? En segundo lugar, las

**Cuadro 5.13**  
**Tasas de crecimiento anual de la inversión**  
(en porcentajes)

|                  | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1990-95 | 1996 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|---------|------|
| <b>Indonesia</b> | 20,2 | 14,2 | 15,5 | 4,3  | 22,1 | 22,2 | 16,4    | 17,7 |
| <b>Tailandia</b> | 37,2 | 18,2 | 6,7  | 14,4 | 15,8 | 21,4 | 19,0    | 8,3  |
| <b>Corea</b>     | 39,8 | 24,6 | 6,0  | 9,5  | 13,7 | 17,6 | 18,5    | 9,4  |
| <b>Malasia</b>   | 24,7 | 28,5 | 5,2  | 25,0 | 20,5 | 23,3 | 21,2    | 12,1 |
| <b>Filipinas</b> | 29,2 | 0,4  | 13,1 | 23,9 | 14,2 | 5,8  | 14,4    | 20,2 |
| <b>Singapur</b>  | 14,1 | 16,3 | 15,0 | 14,2 | 10,7 | 10,5 | 13,5    | 20,1 |
| <b>Hong Kong</b> | 13,2 | 15,6 | 20,2 | 14,5 | 22,9 | 9,3  | 15,9    | 13,7 |
| <b>Taiwán</b>    | 7,8  | 9,0  | 13,9 | 8,6  | 5,7  | 5,5  | 8,4     | 2,4  |
| <b>China</b>     | 9,1  | 25,5 | 40,0 | 56,1 | 29,9 | 18,7 | 29,9    | 15,4 |
| <b>Japón</b>     | 11,6 | 5,5  | -0,3 | -2,2 | -2,2 | -0,4 | 2,0     | 8,3  |

Fuente: Garnaut (1999: 25).

tasas de crecimiento de la inversión aumentaron en 1994 y 1995 en Indonesia, Tailandia y Corea, con relación a la tendencia exhibida entre 1991 y 1994. En tercer lugar, a excepción de Malasia en 1992, en el resto de años la inversión creció por encima de 20% anual. En cuarto lugar, Singapur, Taiwán y Hong Kong mostraron una desaceleración de la inversión en 1995. Por último, la contracción en Japón también es digna de destacar. En consecuencia, a excepción de China, los países afectados por la crisis pasaron por un período de aumento en las tasas de crecimiento de la inversión en los años previos a la crisis.

En síntesis el ingreso de capitales privados incidió en las altas tasas de crecimiento observadas hasta 1996. Luego, como consecuencia de la depreciación de las monedas asiáticas desde julio de 1997, la tendencia se revierte, de modo que en 1997 el flujo neto de capitales privados fue solo la décima parte de 1996. De un círculo virtuoso se había pasado a uno vicioso, que precipitó una salida mayor de capitales y por ende mayores depreciaciones, aspectos que afectaron además tanto al sector financiero como al real.

#### **4.2. Déficit en cuenta corriente y apreciación cambiaria**

En el cuadro 5.9 puede observarse un hecho objetivo: las economías afectadas por la crisis tenían un déficit en la cuenta corriente de la balanza

de pagos. Ahora bien, el déficit en sí mismo no es negativo para una economía, pues el país puede requerir importar, por ejemplo insumos y bienes de capital, para incorporarlos en el proceso productivo y convertirlos en exportaciones futuras. De esta manera **el déficit de hoy implica un superávit mañana**. Más allá de esto, todo déficit debe ser financiado de alguna manera y ello está relacionado con el ingreso de capitales, que cubre la brecha. En consecuencia, el déficit y su financiamiento son dos aspectos indesligables. Antes de la crisis, estos déficit eran percibidos como **buenos** por dos razones: en primer lugar, no reflejaban un exceso de gasto del sector público<sup>9</sup>; en segundo lugar, el endeudamiento externo era usado para aumentar la inversión (y no el consumo), por lo que se aseguraba la capacidad de repago futuro de los préstamos. Desde esta óptica, los déficit eran sostenibles.

En términos prácticos, una brecha externa amplia es percibida como sostenible cuando las tasas de crecimiento actuales y esperadas son altas. Dado un nivel de brecha externa, una mayor tasa de crecimiento significa que el país está en capacidad de generar los recursos para repagar sus deudas. En todos los países asiáticos las tasas de crecimiento eran altas durante muchos años antes de la crisis (mayores que 7% anual, a excepción de Filipinas). Desde esa óptica no se percibían problemas de sostenibilidad. Sin embargo, el asunto no es tan simple, pues las altas tasas de crecimiento también pueden tornar a una economía en vulnerable a una crisis, en el sentido de generar un sobreoptimismo respecto de que esta situación se pueda mantener en el futuro. Así, las expectativas generan un *boom* de consumo e inversión, mientras el influjo de capitales mantenga el financiamiento del exceso de demanda. En esas circunstancias, un repentino cambio de expectativas origina una rápida reversión de los capitales y lleva a una crisis cambiaria.

Sin embargo, al estallar la crisis, la percepción de la sostenibilidad de los déficit cambió por las siguientes razones:

9 En el capítulo uno se analizaron las identidades macroeconómicas. El resultado de la cuenta corriente es equivalente a la diferencia entre el ahorro interno y la inversión interna. En el caso de Asia, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos estaba financiado por una mayor inversión privada y no una caída en el ahorro interno ni en un aumento en la inversión pública. Por lo tanto, la brecha fiscal no mostraba problemas. Las dificultades estaban en el exceso de inversión privada financiada con recursos externos e intermediada por sistemas financieros frágiles.

- El ingreso de capitales privados posibilitó un aumento de la inversión; sin embargo, una cantidad mayor de inversión no siempre implica un aumento similar en la **calidad** de las mismas. Los retornos de la inversión están sujetos a la ley de rendimientos decrecientes. En otras palabras, cuando se invierte más, los retornos por las inversiones adicionales disminuyen. Entonces, la inversión privada se dirige hacia otras actividades, algunas de naturaleza especulativa y otras que no se transforman en exportaciones futuras (como la inversión en bienes raíces); esta situación origina dudas con respecto de la capacidad futura de repago de los préstamos. En consecuencia, se trata de un problema relacionado con la eficiencia de la inversión, tema que ha estado sujeto a un amplio debate (Corbett y Vines 1998).
- Los aumentos en los déficit en la cuenta corriente de los países afectados fueron en parte causados por **la apreciación del tipo de cambio real**, que disminuyó la competitividad de los mismos. Entre junio de 1995 y junio de 1997, el tipo de cambio real se apreció en 21% en Filipinas, 14% en Tailandia y 12% en Malasia e Indonesia (Asian Development Bank 1998). Los países en mención, además de Corea, mantenían un tipo de cambio nominal fijo con respecto al dólar de Estados Unidos. La apreciación del tipo de cambio real se debió a varios factores: en primer lugar, la inflación interna, aunque baja, seguía siendo mayor que la inflación internacional; en segundo lugar, el comportamiento del yen japonés frente al dólar. Hasta antes de mayo de 1995, el yen tendió a apreciarse frente al dólar. Como consecuencia, las exportaciones de los países afectados eran más competitivas en los mercados mundiales con relación a las exportaciones japonesas. Por ejemplo, en la producción de aparatos electrónicos, Japón y los países afectados competían por los mismos mercados. Sin embargo, esta situación cambia a partir de mayo de 1995, cuando el yen se deprecia frente al dólar; como las economías de los países afectados mantenían un tipo de cambio fijo frente al dólar, perdieron competitividad con respecto de Japón.
- La caída de las exportaciones de los países afectados, debido a una reducción cíclica de la demanda mundial por ciertos productos, como los semiconductores (cuyos precios se redujeron en 80% en 1996) y en general los productos electrónicos. En Singapur, del total exportado, 57% eran productos electrónicos, en Malasia 49%, en Filipinas 40% y en Tailandia 17%.

- La competencia en los mercados mundiales de otros países, como China, que inclusive había devaluado su moneda en 50% en 1994, lo que elevó su competitividad. Es útil notar que mientras Japón y China depreciaron sus monedas frente al dólar, los países afectados por la crisis no lo hicieron, por lo que sus tipos de cambio reales se apreciaron.
- El aumento de las importaciones, debido a la caída del tipo de cambio real (ver cuadro 5.15).

En 1996 la tasa de crecimiento de las exportaciones se redujo con respecto a 1995; ello incidió en un aumento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos de los países afectados. Las razones, como se ha visto, fueron la apreciación de los tipos de cambio reales, la caída de la demanda mundial por ciertos productos claves de estos países y el aumento de la competitividad de otros países, como China. Esta información se presenta en el cuadro 5.14.

**Cuadro 5.14**  
**Tasa de crecimiento anual de las exportaciones**  
(en porcentajes)

|                  | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Tailandia</b> | 22,9 | 14,4 | 13,2 | 22,7 | 23,1 | 0,5  |
| <b>Indonesia</b> | 13,4 | 16,6 | 8,4  | 8,8  | 13,4 | 9,7  |
| <b>Malasia</b>   | 16,7 | 18,7 | 15,7 | 24,7 | 20,3 | 6,5  |
| <b>Filipinas</b> | 8,7  | 11,2 | 13,8 | 19,9 | 28,7 | 18,7 |
| <b>Hong Kong</b> | 20,0 | 21,2 | 13,2 | 11,9 | 14,8 | 4,0  |
| <b>Singapur</b>  | 11,7 | 7,6  | 16,5 | 30,8 | 13,7 | 5,3  |
| <b>Corea</b>     | 10,6 | 6,5  | 7,3  | 16,8 | 30,3 | 3,7  |
| <b>Taiwán</b>    | 13,3 | 6,9  | 4,4  | 9,4  | 20,0 | 3,8  |

Fuente: elaboración propia.

El crecimiento de las economías asiáticas dependía de la evolución de las exportaciones. Los factores mencionados erosionaron la competitividad de los países afectados, que como consecuencia se tornaron vulnerables; por eso, no parece ser casualidad que **los países que sucumbieron a la crisis fueron aquellos que tenían una brecha externa mayor:**



**Cuadro 5.15**  
**Tasa de crecimiento anual de las importaciones**  
**(en porcentajes)**

|                  | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Tailandia</b> | 12,6 | 8,2  | 13,5 | 17,9 | 30,0 | 11,6 |
| <b>Indonesia</b> | 18,8 | 5,4  | 3,8  | 12,9 | 27,9 | 11,1 |
| <b>Malasia</b>   | 24,9 | 9,0  | 14,5 | 30,4 | 30,5 | 1,3  |
| <b>Filipinas</b> | -1,5 | 20,3 | 22,1 | 19,9 | 25,7 | 20,9 |
| <b>Hong Kong</b> | 21,2 | 23,0 | 13,0 | 16,5 | 19,0 | 3,0  |
| <b>Singapur</b>  | 8,9  | 8,9  | 18,0 | 20,5 | 21,3 | 4,9  |
| <b>Corea</b>     | 16,8 | 0,4  | 2,4  | 22,1 | 32,0 | 12,2 |
| <b>Taiwán</b>    | 14,9 | 14,6 | 7,0  | 10,8 | 21,3 | -1,1 |

Fuente: elaboración propia.

**Tailandia, Malasia, Filipinas, Corea e Indonesia.** La información presentada en los cuadros 5.14 y 5.15 muestra que a partir de 1995 la tasa de crecimiento de las importaciones superó a la de las exportaciones en Tailandia, Indonesia, Malasia y Corea, mientras que Singapur se mantuvo la tendencia de crecimiento mayor de las exportaciones. Por lo tanto, en los países afectados, la brecha externa mostraba una tendencia a la ampliación desde antes de la crisis. En paralelo, los países con superávit externo no mostraron depreciaciones similares a los países afectados. China mantuvo estable su tipo de cambio a lo largo de 1997, mientras que Singapur y Taiwán experimentaron depreciaciones menores que los países afectados. Entonces, **los países con mayores brechas externas fueron los que sufrieron las mayores depreciaciones a partir del estallido de la crisis.**

### 4.3. Debilidades y fragilidades en el sistema financiero

Cualquier economía que recibe flujos de capital en las magnitudes descritas, se enfrenta con el reto de canalizar esos recursos hacia inversiones productivas. De ahí la importancia de un sector financiero que opere de modo eficiente. En el caso de Asia Oriental, el ingreso de capitales, que como se ha visto, se realizó de manera predominante a través del sector bancario, produjo cuatro desequilibrios:

- Entre 1993 y 1996 las deudas externas del sistema bancario en los países afectados aumentaron en 12% por año, mientras que los activos externos del sistema lo hicieron solo en 7% anual. En contraste, en los países no afectados, tanto los activos como pasivos externos de los bancos se elevaron en la misma proporción, por lo tanto, la deuda externa neta permaneció constante.
- La mayoría de las garantías que aceptaron los bancos por los préstamos otorgados eran bienes raíces y acciones, que son activos que tienen un componente de burbuja especulativa.
- El descalce de monedas. Mientras que los préstamos tomados del exterior eran en su mayoría en dólares, en el interior los préstamos se hicieron en moneda doméstica, por lo que existía un elemento de riesgo cambiario.
- La estructura de maduración entre activos y pasivos no estaba balanceada. Los bancos se endeudaron con el exterior a corto plazo, mientras que prestaron en el interior a largo plazo.

Estos desequilibrios colocaron a los bancos en una posición vulnerable. Si por alguna razón, se deteriora la confianza en la economía y se produce una reversión en el flujo de capitales, por un lado la depreciación de las monedas eleva las deudas de los bancos (necesitan más unidades de moneda nacional para poder comprar moneda extranjera y realizar sus pagos); por otro, la reversión de capitales causa una caída en los precios de las acciones y de los bienes raíces (propiedades), lo que disminuye el valor de las garantías contra las cuales, los bancos domésticos habían realizado los préstamos. Por último, el problema de la estructura de maduración generó que los bancos tuvieran que pagar sus deudas a corto plazo, mientras que esperaban los ingresos a largo plazo.

Además de lo anterior, los sistemas financieros de los países afectados enfrentaban problemas de **riesgo moral**; esta situación, que es una característica común a cualquier sistema financiero, se magnifica cuando se combina con una crisis cambiaria; el resultado es un devastador efecto sobre el nivel de actividad económica (Asian Development Bank 1998). Mishkin (1999) sostiene que la crisis fue causada por los problemas en el sector financiero, quien suscribe la interpretación fundamentalista de la crisis, pues incorpora al sector financiero como uno de los fundamentos económicos<sup>10</sup>.

10 Cuando los economistas aluden a los fundamentos de una economía, realizan un análisis de la situación fiscal, la política monetaria y la inflación. Estos indicadores no

En esa línea de análisis, la liberalización financiera resulta en un *boom* crediticio, sostenido por el ingreso de capitales. El problema no está en el *boom* crediticio en sí mismo, sino en su rápida expansión, que originó el otorgamiento de préstamos de alto riesgo, con altas pérdidas futuras, tanto para el deudor como para el acreedor. Este resultado es consecuencia de dos factores: en primer lugar, los bancos carecían de la experiencia para manejar en forma apropiada las nuevas oportunidades de préstamos que siguen a la liberalización financiera. En segundo lugar, los sistemas de regulación y supervisión financiera eran inadecuados.

Como en cualquier país, los sistemas financieros de los países afectados tenían restricciones de información con respecto a la asignación del crédito. Dicho de otro modo, en el momento de otorgar el crédito, el acreedor tiene menor información que el deudor sobre el uso que este último le va a dar al préstamo obtenido. Sin embargo, a diferencia de otros países, en aquellos afectados por la crisis, las instituciones financieras pensaban que existían garantías implícitas por parte de sus respectivos gobiernos con respecto a las deudas contraídas. Este tipo de **garantía implícita** era visible por las fuertes conexiones entre los políticos y los dueños de las instituciones financieras y además porque el Gobierno había provisto de asistencia financiera en episodios anteriores de turbulencia financiera. También es cierto que las autoridades encargadas de la regulación y supervisión no poseían la independencia suficiente para asegurar que las instituciones financieras mantengan los estándares adecuados. Este entorno posibilitó que las instituciones financieras otorgaran préstamos de alto riesgo, pues creían que ante un eventual colapso financiero, el Gobierno las iba a rescatar (Krugman 1998). En el mismo sentido explicaría por qué los bancos mantuvieron sus préstamos hasta dos días antes de que Tailandia abandonara la defensa del baht.

El deterioro de la cartera de los bancos puede precipitar una crisis cambiaria porque complica la tarea de los bancos centrales de defender sus monedas ante un ataque especulativo. Cualquier aumento en las tasas de interés para evitar las depreciaciones nominales, tiene el efecto adicional de debilitar aun más al sistema bancario. Cuando los inversionistas perciben que la debilidad del sistema bancario hace menos probable que las

mostraban problemas antes de la crisis. Sin embargo, si se incluye dentro de las variables de análisis al sector financiero, entonces los fundamentos no eran tan sólidos como parecían serlo a partir de los indicadores convencionales.

autoridades tengan éxito en la defensa del tipo de cambio, entonces se generan los incentivos suficientes para el ataque especulativo, pues compran moneda extranjera hoy para venderla mañana, cuando la depreciación efectivamente ocurra. Por esta razón para algunos investigadores el deterioro del sistema bancario es la clave fundamental para la subsiguiente crisis cambiaria (Mishkin 1999).

A partir de los argumentos anteriores, Radelet y Sachs (1998a y 1998b) y Rodrik y Velasco (2000) sugieren que la mayoría de los países afectados por la crisis tenía un elemento en común: **las deudas externas de corto plazo (públicas o privadas) excedían al nivel de reservas internacionales**. En este escenario, así el banco central ponga a disposición de los deudores todas sus reservas, estas no alcanzarían para que puedan cumplir con sus obligaciones externas. Cuando los inversionistas perciben esta situación, se genera el pánico financiero y deciden retirar sus capitales, pues **el que llega último no cobra**. De esta manera cuando el ratio deuda externa de corto plazo/reservas es mayor que uno, se precipita el pánico. Por ejemplo, a fines de 1994 el ratio era de 5,2 para México. En el cuadro 5.16 se muestra la evolución del indicador mencionado para las economías afectadas. Desde fines de 1995, Tailandia, Corea e Indonesia ya se encontraban en una situación vulnerable, pero este no era el caso de Malasia y Filipinas. Entonces, ¿por qué estos dos últimos países también sufrieron una crisis?

Aquí caben dos respuestas. La primera es que se trata de un solo indicador, por lo que no ilustra una figura completa de la situación. La segunda estaría relacionada con el contagio, dados los vínculos comerciales y financieros entre las economías afectadas. Es posible plantear que el deterioro de los tres países mencionados llevó a que los inversionistas pensarán que las demás economías, tarde o temprano, llegarían a la misma situación, por lo que decidieron **adelantarse a los hechos** y atacaron sus monedas.

En resumen, una crisis financiera, que hace que los depositantes duden de la calidad de los bancos, puede convertirse en una crisis cambiaria, a medida que se produce una corrida bancaria de depósitos en moneda extranjera. Una vez que ocurre la devaluación, se deteriora aun más la crisis financiera, pues el costo del servicio de la deuda en moneda extranjera aumenta con relación a los ingresos por activos expresados en moneda nacional. Este círculo vicioso, en el cual las crisis financieras y cambiarias se retroalimentan fue lo que ocurrió en el último trimestre de 1997 en los países afectados (Asian Development Bank 1998).

**Cuadro 5.16**  
**Ratio deuda externa de corto plazo / reservas internacionales**

|                    | <b>Deuda<br/>corto plazo</b> | <b>Reservas</b> | <b>Deuda corto<br/>plazo /reservas</b> |
|--------------------|------------------------------|-----------------|--|
| <b>A dic. 1995</b> |                              |                 |  |
| <b>Indonesia</b>   | 27,6                         | 14,7            | 1,9                                    |
| <b>Malasia</b>     | 7,9                          | 23,9            | 0,3                                    |
| <b>Filipinas</b>   | 4,1                          | 7,8             | 0,5                                    |
| <b>Tailandia</b>   | 43,6                         | 37,0            | 1,2                                    |
| <b>Corea</b>       | 54,3                         | 32,7            | 1,7                                    |
| <b>A dic. 1996</b> |                              |                 |  |
| <b>Indonesia</b>   | 34,2                         | 19,3            | 1,8                                    |
| <b>Malasia</b>     | 11,2                         | 27,1            | 0,4                                    |
| <b>Filipinas</b>   | 7,7                          | 11,7            | 0,7                                    |
| <b>Tailandia</b>   | 45,7                         | 38,7            | 1,2                                    |
| <b>Corea</b>       | 67,5                         | 34,1            | 2,0                                    |
| <b>A jun. 1997</b> |                              |                 |  |
| <b>Indonesia</b>   | 34,7                         | 20,3            | 1,7                                    |
| <b>Malasia</b>     | 16,3                         | 26,6            | 0,6                                    |
| <b>Filipinas</b>   | 8,3                          | 9,8             | 0,8                                    |
| <b>Tailandia</b>   | 45,6                         | 31,4            | 1,5                                    |
| <b>Corea</b>       | 70,2                         | 34,1            | 2,1                                    |

Fuente: Radelet y Sachs (1998a: tabla 3).

De esta manera, un elemento central para comprender las razones estructurales de la crisis asiática se encuentra en **el sistema de incentivos**, dentro de los cuales operaban tanto el sistema financiero como el corporativo. Los inlujos de capital continuaron a pesar de que los indicadores de rentabilidad de las inversiones eran negativos. Las distorsiones estructurales en el sector financiero y bancario antes de la crisis pueden sintetizarse en los siguientes: supervisión laxa y regulación débil, bajos ratios de adecuación de capital, experiencia insuficiente por parte de las instituciones reguladoras, incentivos distorsionados en la selección y monitoreo de proyectos, prácticas de préstamos poco transparentes, etc. Estos elementos

generaron un sistema financiero descapitalizado, cuya manifestación más visible fue el aumento de los préstamos incobrables. Desde luego, las consecuencias adversas de estas distorsiones se magnificaron con el proceso de liberalización iniciado en la década de 1990, pues aumentó el monto de fondos disponibles y presionó sobre sistemas financieros con las características descritas. Pese a ello, los intermediarios financieros no procedieron con cautela, pues anticiparon erróneamente que serían rescatados en caso de problemas.

#### **4.4. Debilidades en el manejo corporativo (*Corporate Governance*)**

El estallido de la crisis asiática generó un debate profundo sobre las causas de la misma. En un inicio la atención estuvo centrada, por un lado, en el análisis de las debilidades macroeconómicas que mostraban las economías afectadas antes de la crisis; por otro, en la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros mundiales que generaron un pánico financiero, al margen de la debilidad de los fundamentos económicos. Estos dos enfoques sugerían una visión macro de la crisis. Sin embargo, en forma gradual fueron incorporadas variables microeconómicas como factores que contribuyeron con la crisis. Entre ellos, el énfasis ha estado en el estudio del manejo empresarial, en lo que se refiere a su comportamiento, estructura financiera y manejo corporativo. Antes de la crisis, el comportamiento del sector empresarial fue visto como un factor que contribuyó con el milagro del Asia Oriental, en el sentido de que era muy competitivo y adepto a explotar nuevas oportunidades en los mercados. Como consecuencia, el sector atrajo un monto considerable de capital extranjero; por lo tanto, no es claro si la estructura y comportamiento de las corporaciones fueron una causa de la crisis o víctimas inocentes de la misma, que estuvo originada por otros factores (Claessens, Djankov y Colin 2000).

Una manera de aproximación al tema es preguntarse, ¿qué atrajo a los inversionistas extranjeros o a los bancos a otorgar préstamos a las empresas en forma masiva? Las corporaciones asiáticas tenían tasas de retorno mayores que sus similares en los países industrializados, como Estados Unidos y Alemania. Entre 1988 y 1996 las tasas de retorno fluctuaron entre 9 y 10% en Tailandia, Filipinas e Indonesia, entre 6 y 7% en Malasia y Taiwán y alrededor de 5% en Hong Kong, Singapur, Corea y Japón. En contraste, en el mismo período, el retorno obtenido en Alemania y Estados Unidos fue 5%. Esta comparación indica que la contribución del sector corporativo al milagro del Asia Oriental fue significativa (Claessens, Simeón

y Xu 2000: 25-6). Sin embargo, como se verá más adelante, la estructura de deudas de las empresas mostraba un alto grado de riesgo. Las altas tasas de inversión implicaron la necesidad de recurrir a financiamiento externo y parte importante del mismo fue endeudamiento de corto plazo. En resumen, las corporaciones asiáticas experimentaron antes de la crisis altas tasas de retorno, por lo que representaban para los inversionistas externos una opción atractiva. En términos simples si asumían que este comportamiento se mantendría, ganarían más si invertían en Asia Oriental, que en otros países, varios de ellos industrializados.

Una hipótesis opuesta a la anterior plantea que el pobre comportamiento de las corporaciones después de la crisis, reflejó debilidades previas en el manejo de las mismas (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998). Estas fragilidades no se reflejaban en el comportamiento de las tasas de retorno, pues aquellas tasas no estaban ajustadas por el riesgo y por ende no eran medidas adecuadas de la rentabilidad real de las inversiones<sup>11</sup>. El supuesto detrás de este argumento, es que antes de la crisis las empresas no estaban disciplinadas por la competencia ni por un adecuado monitoreo de los accionistas y los acreedores. Las empresas no estaban forzadas a ajustar las tasas de retorno esperadas lo suficiente para que los inversionistas estuvieran dispuestos a asumir los riesgos. En lugar de ello, las empresas continuaban en operación a pesar de que las pérdidas seguían una tendencia creciente. En general, pocas empresas fueron declaradas en bancarota, lo que sugiere que las firmas continuaron endeudándose y los bancos no percibían el riesgo de sus políticas de préstamos. Desde esta óptica, la falta de transparencia habría llevado a que las firmas se mantengan en operación, a pesar de que mostraban claros signos de insolvencia. Como consecuencia, en el ámbito corporativo, existían presiones por mantener altas tasas de crecimiento económico. De esta manera el riesgo moral no solo estuvo presente en el sector financiero, sino también en el empresarial; ello configuró una situación de vulnerabilidad ante cualquier cambio en las condiciones externas. Esto nos lleva a un análisis más detallado de diversos temas relacionados con el manejo empresarial, que se sintetizan a continuación.

El tema del manejo corporativo aparece debido a la separación entre la propiedad y el control de las corporaciones. Cuando los gerentes de las empresas están aislados de los accionistas, pueden tomar decisiones que

11 En otras palabras, el mercado operaba como si el retorno a las inversiones tuviera una especie de seguro frente a choques externos negativos.

no sean consistentes con aquellas de los accionistas. Este problema se denomina **problema de agencia** y no solo aparece entre los propietarios (accionistas) y los gerentes, sino entre aquellos que controlan las empresas y los accionistas minoritarios, entre los accionistas y los acreedores, etc. Un sistema corporativo adecuado debe proveer protección efectiva a los accionistas y los acreedores, de modo que ninguno de estos enfrente desincentivos para sus inversiones. La crisis asiática sugiere que este tema es importante no solo porque protege los intereses de los inversionistas, sino también porque reduce los riesgos sistémicos del mercado y mantiene la estabilidad financiera. De esta manera, un sistema corporativo adecuado contribuye con la creación de un entorno conducente a un crecimiento eficiente y sostenible del crecimiento del sector empresarial.

Un sistema de gobierno corporativo consiste en un conjunto de reglas que definen la relación entre los accionistas, administradores (gerentes), acreedores y Gobierno, además de un conjunto de mecanismos que ayuden, de manera directa o indirecta a hacer cumplir las reglas. Por ejemplo, **la estructura de la propiedad de las corporaciones** es un factor clave, pues determina el tipo de problema de agencia, esto es, si el conflicto dominante ocurre entre accionistas y gerentes de las corporaciones o entre el control de las empresas y los accionistas minoritarios. Los dos aspectos más relevantes de la propiedad corporativa son su concentración y su composición. El primero determina la distribución del poder entre accionistas (propietarios) y gerentes (administradores de las empresas). El segundo se refiere a quiénes, entre los accionistas, pertenecen al grupo que controla la empresa. Los accionistas pueden ser individuos, familias (o grupos familiares), bancos, inversionistas institucionales (como por ejemplo, un fondo mutuo) o una corporación no financiera.

En los países afectados por la crisis, la estructura de gobierno de las empresas privadas combinada con la existencia de garantías gubernamentales implícitas a las empresas en dificultades, contribuyeron a que estas se sobreendeudaran y sobreinvertieran en proyectos de dudosa rentabilidad. En estos países y en contraste con la realidad de otros países, **la propiedad y el control de las empresas no está separado**. En primer lugar, la mayoría de las empresas, grandes y pequeñas, se iniciaron como negocios familiares y se mantuvieron bajo el control de sus fundadores. En segundo lugar, durante largos períodos previos a la crisis, los gobiernos desempeñaron un papel clave en el desarrollo de ciertas industrias, en el sentido de direccionar fondos hacia ellas, como parte de un conjunto de políticas industriales que promovieron el desarrollo de las exportaciones. Esta situa-



ción es válida, tanto para los grandes conglomerados industriales coreanos (denominados “*chaebols*”), como para las empresas de propiedad de familias chinas en Indonesia y Filipinas. Si bien es cierto que la unión de la propiedad y control de las empresas reduce el problema de agencia (la disonancia entre los propietarios y administradores en el logro de los objetivos empresariales), también crea vulnerabilidades en el manejo corporativo.

Por un lado, si la propiedad y el manejo de las empresas están en manos de las mismas personas, las decisiones de expandir y diversificar las actividades empresariales son más expeditivas; pero por otro, la diversificación también supone el desarrollo de capacidades de manejo empresarial más complejas, que en las corporaciones familiares no existía. Por ejemplo, en los *chaebols* coreanos, el objetivo era maximizar los beneficios de todo el conglomerado y no de una empresa en particular. Esto implica transferencias de efectivo entre las diversas empresas del mismo conglomerado. Esta práctica puede solucionar problemas de iliquidez temporal en algunas empresas, pero también erosiona la disciplina del mercado y por consiguiente una evaluación más cuidadosa de los riesgos que supone cualquier inversión.

En los países afectados por la crisis, la estructura de propiedad de las empresas mostraba una ostensible concentración en pocas manos. El grado de concentración se define como el porcentaje de acciones que ostenta el accionista principal o los cinco accionistas más grandes, información que se presenta en el cuadro 5.17.

**Cuadro 5.17**  
**Grado de concentración de la propiedad**  
**(en porcentajes)**

| <b>País</b>      | <b>Accionista principal</b> | <b>Cinco principales accionistas</b> | <b>Año</b> |
|------------------|-----------------------------|--------------------------------------|------------|
| <b>Indonesia</b> | 48,2                        | 67,5                                 | 1997       |
| <b>Corea</b>     | 20,4                        | 38,5                                 | 1998       |
| <b>Malasia</b>   | 30,3                        | 58,8                                 | 1998       |
| <b>Filipinas</b> | 33,5                        | 60,2                                 | 1997       |
| <b>Tailandia</b> | 28,5                        | 56,6                                 | 1997       |

Fuente: Asian Development Bank (2000a: 22).

En paralelo a lo anterior, los accionistas mayoritarios pertenecían a una familia; en una empresa promedio en Indonesia el 67,3% del control de la misma estaba en manos familiares; en Corea el 24,6%, en Malasia el 42,6%, en Filipinas el 46,4% y en Tailandia el 51,9% (Claessens, Djankov y Lang 1999). Como consecuencia, los directorios de las empresas estaban dominados por los intereses de las familias y la posibilidad de los accionistas minoritarios de influir en las decisiones empresariales era mínima. Esta práctica llevaba a que los accionistas mayoritarios, en muchos casos, tuvieran como objetivo la maximización de sus propios beneficios, que por lo general no guardaban consistencia con la maximización de los beneficios de las empresas. La estrategia común era aumentar los beneficios a través de un incremento del número y tamaño de las empresas más que en el incremento de los beneficios de las empresas individuales.

Esta estructura corporativa de las empresas en los países afectados se reflejaba en la preferencia por **tomar fondos vía endeudamiento con el sistema bancario y no a través del aumento de las acciones**, con el objetivo de evitar interferencias de nuevos accionistas en las decisiones familiares-empresariales. Por esa razón el ratio deuda/acciones era alto en las empresas. En los cuadros 5.18 y 5.19 se presentan los ratios deuda/acciones en el sector corporativo y la distribución del endeudamiento. Como se ha comentado, las empresas en los países afectados se sobreendeudaron con el exterior; el cuadro 5.19 es ilustrativo al respecto, pues la deuda de corto plazo con el exterior representaba, en promedio, el 30% de la deuda

**Cuadro 5.18**  
**Ratios deuda/acciones en los sectores corporativos 1990-1997**  
**(en porcentajes)**

| <b>Año</b>  | <b>Indonesia</b> | <b>Corea</b> | <b>Malasia</b> | <b>Filipinas</b> | <b>Tailandia</b> |
|-------------|------------------|--------------|----------------|------------------|------------------|
| <b>1990</b> | -                | 297          | 40             | 181              | 145              |
| <b>1991</b> | -                | 318          | 45             | 149              | 152              |
| <b>1992</b> | 253              | 325          | 45             | 121              | 138              |
| <b>1993</b> | 238              | 313          | 42             | 119              | 140              |
| <b>1994</b> | 215              | 308          | 46             | 102              | 126              |
| <b>1995</b> | 223              | 306          | 49             | 107              | 140              |
| <b>1996</b> | 229              | 336          | 71             | 109              | 146              |
| <b>1997</b> | 307              | 425          | 88             | 149              | 350              |

Fuente: Asian Development Bank (2000a: 51).

total de las corporaciones. Inclusive la información puede resultar engañoso pues en el rubro deuda doméstica se incluye la deuda que las empresas tomaban de bancos locales, pero estos a su vez, obtenían los fondos endeudándose con el exterior.

**Cuadro 5.19**  
**Distribución de la deuda en 1996**  
**(en porcentajes)**

|                     | Indonesia | Corea | Malasia | Filipinas | Tailandia |
|---------------------|-----------|-------|---------|-----------|-----------|
| <b>1. Doméstica</b> |           |       |         |           |           |
| <b>Largo plazo</b>  | 29        | 26    | 22      | 34        | 26        |
| <b>Corto plazo</b>  | 31        | 27    | 35      | 25        | 32        |
| <b>Subtotal</b>     | 60        | 53    | 57      | 59        | 58        |
| <b>2. Externa</b>   |           |       |         |           |           |
| <b>Largo plazo</b>  | 19        | 18    | 11      | 21        | 12        |
| <b>Corto plazo</b>  | 21        | 29    | 32      | 20        | 30        |
| <b>Subtotal</b>     | 40        | 47    | 43      | 41        | 42        |
| <b>TOTAL</b>        | 100       | 100   | 100     | 100       | 100       |

Fuente: Asian Development Bank (2000a: 51).

Además de lo anterior existía el problema del **crony capitalism** (capitalismo de amigotes). Esta expresión se originó durante el gobierno de Ferdinand Marcos en Filipinas a inicios de la década de 1980 e implica alguna combinación de favoritismo burocrático, corrupción, nepotismo e interferencia política del Gobierno para favorecer algunas industrias o grupos particulares (Hutson y Kearney 1999). Las garantías implícitas de los gobiernos a ciertas empresas en algunos sectores han sido una característica de los países de Asia Oriental. Esta tendencia conduce a una ineficiente y desigual asignación de recursos. Los gobiernos influían en el sector financiero sea porque eran propietarios de bancos o porque garantizaban un acceso preferencial al acceso de recursos. Entonces, **se agregó una dimensión política a las decisiones de préstamos**. Por ejemplo, en Indonesia, el 50% de los bancos eran de propiedad estatal; en Corea, ha sido una tradición que el Gobierno influya en el sector bancario. Esta influencia se refleja no solo en una ineficiente asignación de recursos, sino también permite que las empresas asuman inversiones de alto riesgo.

Sin embargo, este **capitalismo de alianza**, manifestado en relaciones de larga duración entre el Gobierno, las finanzas y la industria, generó la tasa de crecimiento sostenido más alta de una región en la historia. La condición necesaria para que el sistema funcionara era mantener una cuenta de capital, en algún grado, cerrada (Wade 1999).

En resumen, este factor aislado no puede explicar completamente la crisis (aunque sí contribuye con la gestación de la misma) al menos por tres razones: en primer lugar existía muchas décadas antes de la crisis; en segundo lugar, no puede explicar la magnitud de la crisis ni el contagio a mercados emergentes alejados, como los de Rusia y América Latina; en tercer lugar, estos problemas existían (y existen) en otros países. De ahí que sea un factor por tomarse en cuenta como parte del conjunto de causas que se hizo más visible ante el estallido de la crisis. Así, la fragilidad financiera del sector corporativo contribuyó con la profundidad y severidad de la crisis, aunque no fue la causa de la misma. Desde luego esto no significa que en el corazón de las reformas se encuentre un grupo de ellas referidas a este tema. La razón estriba en que el comportamiento del sector empresarial está relacionado con el sector financiero y por ende, con el resto de la economía.

#### **4.5. La liberalización financiera**

En términos generales, la liberalización implica que el libre mercado se encargue de coordinar las decisiones económicas individuales y por ende reduce la función directa del gobierno en la economía. En otras palabras, el mercado se convierte en el asignador de recursos. La aplicación de este principio al mercado financiero supone como condición previa la expansión del papel del Estado en actividades de supervisión y regulación, pues la adopción del libre mercado implica la redefinición de la función del Estado, que deja sus funciones de productor para transitar hacia un papel regulador.

Desde inicios de la década de 1990, la globalización de los mercados de bienes y financieros aumentó el proceso de integración de las economías. En el caso de los países afectados por la crisis, las altas tasas de crecimiento fueron incentivadas aun más por su participación activa en el proceso globalizador. Ello permitió que tomen ventajas de nuevas oportunidades, al aumentar sus niveles de comercio internacional (es decir, exportar más) e incrementar el acceso al capital externo y a nueva tecnología. Sin embargo, la globalización también trae riesgos. A menos que la economía

implemente medidas preventivas, el proceso puede originar que los riesgos impacten de manera negativa en la misma. De ahí que pueda hipotetizarse que la liberalización financiera no sea negativa en sí misma, sino que ella puso de manifiesto las debilidades de las economías, que antes habían estado ocultas. Dicho de otro modo, las economías **no estaban preparadas para recibir un ingreso descontrolado de capitales**, consecuencia de la liberalización financiera.

En las economías afectadas por la crisis, el proceso de liberalización financiera se acentuó a inicios de la década de 1990. Algunos elementos de esta tendencia fueron, la reducción de las barreras al ingreso de bancos y compañías financieras no bancarias, la liberalización de las tasas de interés, la promoción de nuevos instrumentos financieros y la liberalización de la dimensión externa del sector financiero. Esto permitió lo siguiente:

- La apertura de cuentas en los bancos privados, tanto por residentes como por no residentes, sea en moneda nacional o en moneda extranjera.
- La posibilidad que los bancos otorguen créditos en moneda extranjera en los mercados locales.
- La opción de que las corporaciones privadas no bancarias puedan endeudarse con el exterior.
- La venta de bonos en los mercados internacionales por parte de las empresas locales.
- La venta de bonos domésticos a no residentes.
- El establecimiento de bancos *offshore*, que estaban permitidos de endeudarse en el exterior y prestar en el interior.

Desde luego existieron matices entre los distintos países afectados. De ahí que sea relevante un breve repaso del proceso de las economías más afectadas por la crisis y vincularlo con los hechos descritos en los acápites anteriores.

#### 4.5.1 Tailandia

El proceso de reforma financiera en Tailandia de la década de 1990 se materializó en tres Planes de Desarrollo del Sistema Financiero, propuestos por el Banco de Tailandia (el banco central). Los dos primeros cubrieron los períodos 1990-92 y 1992-95, mientras que el tercero (1995-2000) estaba en marcha cuando estalló la crisis (Krongkaew 1999). Durante la

implementación de los dos primeros planes se liberalizaron los controles financieros y otras regulaciones financieras, se mejoraron los estándares de las instituciones financieras, se desarrollaron instrumentos financieros y se desarrolló el sistema de pagos. En 1993 se estableció el **Bangkok International Banking Facility (BIBF), pieza clave en la facilitación del ingreso de capitales**. El BIBF puso en marcha operaciones bancarias *offshore* para captar fondos del exterior para luego prestarlos en el interior (*out-in lending*) o en el exterior (*out-out lending*).

El sistema financiero de Tailandia, a fines de 1996, estaba compuesto por 29 bancos comerciales, 91 instituciones financieras no bancarias, 7 bancos estatales, 4000 cooperativas agrícolas, 15 compañías de seguros, 880 proveedores de fondos privados y 8 compañías administradoras de fondos mutuos. De los 29 bancos comerciales, 14 eran sucursales de bancos extranjeros. Además, a partir de las facilidades otorgadas por el BIBF, se establecieron 19 bancos extranjeros adicionales. El total de activos del sistema equivalía a 190% del PBI, de los cuales los bancos comerciales respondían por el 64%.

El Banco de Tailandia clasifica los flujos netos de capital privado como bancarios y no bancarios. En el primer grupo se encuentran los flujos de capital a los bancos comerciales y al BIBF, mientras que en el segundo existen cinco ítems: la inversión directa, otros préstamos externos, inversión en portafolio, cuentas en bahts de no residentes y créditos comerciales. En el cuadro 5.20 se muestra la composición de los flujos privados netos entre 1987 y 1999.

**Cuadro 5.20**  
**Composición de los flujos privados netos, 1987-1999**  
**(en porcentajes del total de flujos)**

|  | 1987-91     | 1992-96     | 1997-99     |
|--|-------------|-------------|-------------|
| <b>1. Flujos bancarios</b>                 | <b>6,5</b>  | <b>50,4</b> | <b>86,5</b> |
| <b>2. Flujos no bancarios</b>              | <b>93,5</b> | <b>49,6</b> | <b>13,5</b> |
| <b>a. Inversión directa</b>                | 22,0        | 9,9         | -28,4       |
| <b>b. Otros préstamos</b>                  | 35,2        | 2,1         | 31,1        |
| <b>c. Inversión en portafolio</b>          | 9,1         | 18,8        | -14,7       |
| <b>d. Cuentas en bahts (no residentes)</b> | 17,5        | 18,1        | 24,3        |
| <b>e. Créditos comerciales</b>             | 9,7         | 0,7         | -1,2        |
| <b>Total</b>                               | 100,0       | 100,0       | 100,0       |

Fuente: Krongkaew (1999: 399).

Hasta 1991 el 93,5% del ingreso de capitales provino de fuentes no bancarias. La liberalización financiera y el establecimiento del BIBF alteraron el patrón, pues la importancia de los flujos bancarios aumentó de 6,5% en el período 1987-91 a 50,4% entre 1992-96, para continuar esta tendencia hasta representar el 86,5% de los flujos netos entre 1997 y 1999. Este comportamiento es una evidencia de los efectos de la liberalización financiera, aunque no fue la única causa en explicar el masivo ingreso de capitales por el sistema bancario. Otro factor importante fue el diferencial entre la tasa de interés ofrecida en Tailandia frente a los mercados mundiales. En el período analizado, la tasa de interés en Tailandia siempre fue mayor que la internacional, lo que brindó el incentivo para que las instituciones financieras se endeuden en el exterior y depositen los fondos en bancos locales. Estos últimos podían obtener dinero barato y fácil (gracias a la liberalización) del exterior. Por eso el crecimiento de los préstamos bancarios excedió al incremento de los depósitos bancarios.

El papel del BIBF en la atracción de capital externo fue clave, pues permitió que los bancos movilizaran fondos del exterior (como depósitos o deuda) y los colocaran a residentes. La cuenta de capitales de la balanza de pagos estaba abierta y no existían restricciones para que el sector privado se endeudara con el exterior. Todos los préstamos se hacían en moneda extranjera. El Banco de Tailandia promovió estas operaciones como parte de su plan de transformar a Bangkok en un centro financiero regional. Esto explica el rápido crecimiento del endeudamiento del sector privado con el exterior a través del BIBF y además el aumento de las deudas de corto plazo con el exterior, debido a la forma como operaba el BIBF. A fines de 1995, la deuda externa total de Tailandia era de 82,6 miles de millones de dólares, de los cuales 66,2 miles de millones (80%) correspondían a deuda privada. De este subtotal, el 63% era deuda de corto plazo, la mayoría concertada a través del BIBF.

Esta realidad hacía vulnerable al sistema bancario ante una eventual reversión de capitales. El influjo de **dinero barato** generó los efectos típicos de una burbuja especulativa. Las clases medias y la comunidad empresarial adoptaron la actitud de **get rich quick**; inclusive parte del sector industrial redireccionaba los préstamos bancarios fuera de sus actividades cotidianas, a través de la inversión en bienes raíces o en la bolsa de valores, durante el período del *boom*. El libre movimiento de capitales unido a un sistema cambiario fijo, redujo la posibilidad de que el Banco de Tailandia usara la política monetaria para promover la estabilidad macroeconómica. Si las autoridades monetarias optaban por elevar las tasas de interés para

controlar la expansión crediticia, los bancos e instituciones financieras siempre encontrarían préstamos baratos del exterior, a través del BIBF. Más aun, las altas tasas de interés atraerían más capitales del exterior.

La reducción en las tasas de crecimiento de las exportaciones en 1996 sembró las primeras dudas con respecto a las posibilidades reales de Tailandia de servir su deuda externa; el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado por el ingreso de capitales bordeaba el 8% del PBI. De esta manera se iniciaron los ataques especulativos que culminaron con el abandono de la defensa del baht en julio de 1997 y la posterior crisis económica.

En 1995, el Banco de Tailandia reconoció estas dificultades e introdujo una serie de medidas para desincentivar el influjo de capitales y alterar la estructura de maduración de los mismos. Algunas de ellas fueron las siguientes:

- El 8 de agosto de 1995, se decretó que los bancos comerciales depositaran en el Banco de Tailandia el 7% de los depósitos en bahts de los no residentes cuya maduración sea menor a un año. Estos depósitos no generarían intereses. El objetivo era elevar el costo del endeudamiento externo de corto plazo.
- El 4 de abril de 1996 la medida anterior fue extendida a las demás instituciones financieras.
- El 23 de junio de 1996 se decretó que los bancos comerciales, el BIBF y las instituciones financieras depositaran en el Banco de Tailandia el 7% del nuevo endeudamiento de corto plazo.

Estas medidas contribuyeron con la reducción de las deudas de corto plazo; en 1995 representaban el 50% del total de la deuda externa del país, mientras que en 1998 el porcentaje se había reducido a 33%. Los hechos demostraron que las medidas no fueron suficientes para prevenir la salida de capitales; la defensa del tipo de cambio redujo el nivel de reservas de US\$ 38,65 miles de millones en enero de 1997 a solo US\$ 2,5 miles de millones a mediados de mayo. En julio ya no había otra alternativa que dejar flotar al baht.

#### 4.5.2. *Malasia*

Entre 1988 y 1996, Malasia creció a tasas anuales de 8-9% en promedio, con una tasa de inflación anual que fluctuó entre 3 y 4%. El énfasis en



el sector industrial y en particular en el electrónico, permitió tasas de desempleo muy bajas; a fines de 1996, la tasa de desempleo era de 2,5%, es decir, la situación era de pleno empleo. Las altas tasas de crecimiento observadas se debieron más a un aumento en el uso de factores de producción (*input-driven*) que a incrementos en la productividad. La contribución de la productividad al crecimiento disminuyó de 28,7% en 1991 a 19,5% entre 1996 y 1997. En otras palabras, el crecimiento se sustentó en el aumento de los factores de producción y no en una mayor eficiencia en el uso de los mismos. Como se verá más adelante, esto influyó en la redirección de los recursos hacia actividades especulativas.

En 1997 sucumbe ante la crisis; el tipo de cambio pasó de 2,42 ringgit por dólar en abril de 1997 a 4,88 ringgit por dólar en enero de 1998. Entre julio y diciembre de 1997, la bolsa de valores cayó en 44,9%. La crisis impactó en el sector real, pues la recesión de 1998, de -7,4%, fue la primera desde 1985. El índice de morosidad bancaria aumentó de 2,18% en junio de 1997 a 4,08% en diciembre del mismo año y a 11,45% en julio de 1998 (Ariff y Abubakar 1999).

El sistema financiero en 1996, estaba compuesto por 35 bancos comerciales, 39 instituciones financieras, 12 bancos mercantiles, 62 compañías de seguros, 7 instituciones de desarrollo y un banco de ahorro. El total de activos del sistema ascendía a 300% del PBI, de los cuales la banca comercial explicaba el 70% del mismo. El sistema no contaba con un seguro de depósitos explícito, pero en el pasado el banco central siempre había rescatado a los bancos con problemas. En 1991, las tasas de interés fueron liberalizadas. Desde 1995 el Gobierno impulsó el desarrollo de Kuala Lumpur, con el objetivo de convertirla en centro financiero regional. En junio de ese año, se liberalizó el mercado de capitales. Esto podría explicar el aumento desproporcionado de las deudas de corto plazo con el exterior en 1996, como se observa en el cuadro 5.21.

A diferencia de Tailandia, Indonesia y Corea, en Malasia el ingreso de capitales fue en términos generales de largo plazo, en la forma de inversión extranjera directa. Una prueba de ello es que el ratio deuda externa de corto plazo / reservas internacionales no excedió a uno, tal como puede observarse en el cuadro 5.16, aunque es remarcable que la tendencia a tomar deuda de corto plazo del exterior fue ostensible solo en 1996 (ver cuadro 5.21).

**Cuadro 5.21**  
**Ingreso neto de capitales 1986-1997**  
**(en porcentajes)**

|  | 1986-89 | 1990-94 | 1995  | 1996  | 1997   |
|--|---------|---------|-------|-------|--------|
| <b>A. Capitales oficiales de largo plazo</b> | 39,4    | 18,5    | 32,1  | 3,1   | 115,4  |
| <b>B. Capital privado</b>                    | 60,6    | 81,5    | 67,9  | 96,9  | -15,4  |
| - IED  | 24,7    | 72,7    | 54,7  | 53,6  | 271,0  |
| - Corto plazo                                | 35,9    | 8,8     | 13,2  | 43,3  | -286,4 |
| <b>Total</b>                                 | 100,0   | 100,0   | 100,0 | 100,0 | 100,0  |

Fuente: Athukorala (1999: 90).

El índice de morosidad bancaria disminuyó de 5,5% en 1996 a 3,9% en 1996. Pese a lo anterior, Malasia había desarrollado dos signos de regulación bancaria inadecuada en los tres años previos a la crisis: por un lado, el rápido crecimiento del crédito bancario y por otro, una alto grado de exposición al sector de bienes raíces (propiedades y construcción). La tasa anual de crecimiento del crédito bancario al sector privado aumentó de 18% en 1990 a 33,5% en 1997; como proporción del PBI, el crédito aumentó de 85% entre 1985-89 a 120% en 1994 y 160% a mediados de 1997, el porcentaje más alto entre los países afectados por la crisis. Un aumento del crédito bancario, de la magnitud descrita y en un período tan corto de tiempo, puede implicar mayores préstamos a deudores de menor calidad, lo que debilita al sistema bancario.

La rápida expansión del crédito estuvo acompañada de un aumento de la proporción de los mismos dirigidos al sector de bienes raíces. A fines de 1996, del total de préstamos, el 45% estuvo dirigido a este sector. La creciente exposición del sistema bancario a este sector debilitó la posición financiera de los bancos. Esta fragilidad fue observada por las autoridades del país, quienes en marzo de 1997 impusieron un límite de 20% a la proporción de los nuevos préstamos orientados al sector de bienes raíces. Athukorala (1999) sostiene que la lenta reacción del Banco de Negara (denominación del banco central) se debió a que la expansión del crédito bancario al sector de bienes raíces tenía sus orígenes en los estrechos vínculos entre el Gobierno y el sector empresarial (*crony capitalism*). Como parte del Plan de Desarrollo de 1986, el Gobierno de Malasia influyó en la dirección de los préstamos del sector bancario. En el mismo sentido, las empresas más importantes estaban en manos de pequeñas y poderosas familias.

Aquí resulta clave un apunte histórico. En 1969, el Gobierno instauró la Nueva Política Económica (NEP), con el objetivo explícito de disminuir las tensiones raciales entre los nativos de Malasia (denominados Bumiputra), que representaban el 55% de la población y aquellos de origen chino (30% de la población). La NEP promovió el desarrollo económico de los nativos, a través del acceso preferencial a educación y entrenamiento y vía contrataciones para proyectos del sector público. La Organización Nacional para la Unidad de Malasia es la principal fuerza política de los Bumiputra y ha controlado el Gobierno en las últimas tres décadas. El primer ministro, Mahatir Mohamed ha gobernado al país desde 1981. De esta manera, la NEP creó una élite corporativa estrechamente vinculada con el Gobierno.

En paralelo, cabe resaltar dos hechos. En 1996 se observó un lento crecimiento exportador por dos razones: por un lado, la sobrevaluación del ringgit; por otro, como Malasia se encontraba en una situación de pleno empleo, el ingreso adicional de capitales llevó a que se elevaran los costos salariales, reduciéndose la competitividad de las exportaciones del país. Esta especie de saturación también estuvo entre los orígenes de la redirección de los préstamos bancarios, del sector productivo a actividades especulativas que, como se ha reseñado, incrementó la vulnerabilidad del sistema financiero.

#### *4.5.3. Indonesia*

A mediados de la década de 1980, el sector financiero mostraba un alto grado de protección y estaba dominado por instituciones estatales. Los residentes podían invertir en el exterior, pero los bancos e instituciones financieras estaban impedidas de endeudarse en el exterior. Existían controles al ingreso de capitales y la inversión extranjera directa estaba limitada por requerimientos mínimos de propiedad de los residentes; en el mismo sentido, los inversionistas externos no podían comprar acciones en la bolsa de valores local. No existía competencia entre las instituciones financieras y estaba prohibida la posibilidad de que agentes económicos externos abrieran entidades financieras en el país.

Este entorno se alteró con dos olas de reformas en 1983 y 1988. Las tasas de interés fueron liberalizadas y los controles directos sobre los créditos bancarios fueron eliminados. En 1988 se incentivó la participación extranjera en el sistema bancario y un año después fue liberalizada la inversión en portafolio. Como consecuencia, el sistema bancario privado creció, duplicándose el número de bancos entre 1988 y 1993. La liberalización

financiera generó beneficios para la economía, al reducirse, tanto el papel del Estado en la asignación del crédito, como los costos de intermediación financiera. En 1996, el sistema financiero estaba dominado por bancos comerciales. Existían 238 bancos comerciales, 7 bancos estatales, 27 bancos gubernamentales regionales, 160 bancos privados y 10 bancos extranjeros. Además existían 9200 bancos rurales, 252 instituciones financieras no bancarias, 163 compañías aseguradoras y 39 administradoras de fondos mutuos. El total de activos del sistema equivalía a 90% del PBI, de los cuales el 84% estaba en manos de la banca comercial.

Sin embargo, el problema de Indonesia, que fue similar al de las demás economías afectadas, fue que la desregulación financiera no estuvo acompañada del desarrollo de una capacidad de supervisión y regulación financiera, acorde con la expansión de un sistema financiero más sofisticado.

Como resultado de estas reformas, desde 1990 aumentó el ingreso de capitales privados, tendencia que se reflejó en un aumento de la brecha externa, la inflación y las tasas de interés. Estas complicaciones en el manejo macroeconómico originaron que en 1991 se retomaran algunas restricciones cuantitativas al ingreso de capitales, que limitaron el endeudamiento externo de los bancos, pero no aquel de las empresas privadas. El argumento era que las decisiones de préstamos a las empresas privadas debían dejarse al libre mercado. El impacto, en cuanto a la composición de la deuda con la banca privada externa se presenta en el cuadro 5.22.

**Cuadro 5.22**  
**Deuda a la banca privada externa**  
**(miles de millones de dólares)**

|                | <b>Total</b> | <b>Bancos</b> | <b>Pública</b> | <b>Empresas</b> | <b>Corto plazo</b> | <b>Reservas</b> |
|----------------|--------------|---------------|----------------|-----------------|--------------------|-----------------|
| <b>Jun. 97</b> | 58,7         | 12,4          | 6,5            | 39,7            | 34,7               | 20,3            |
| <b>Dic. 97</b> | 58,4         | 11,7          | 6,9            | 39,7            | 35,4               | 16,6            |
| <b>Jun. 98</b> | 50,3         | 7,1           | 7,6            | 35,5            | 27,7               | 17,9            |

Fuente: Radelet (1999: tabla 1).

En el cuadro 5.22 se aprecia que en junio de 1997, del total de la deuda con la banca privada externa, US\$ 39,7 miles de millones (67%) había sido contraída de manera directa por las empresas y solo US\$ 12,4 miles de millones (21%) había sido captada e intermediada por el sistema

bancario. Esto no implica una menor vulnerabilidad, pues del total (US\$ 58,7 miles de millones), el 59% era deuda de corto plazo con el exterior. Entre junio de 1997 y junio de 1998, la deuda externa de corto plazo siempre superó al nivel de reservas internacionales.

Otra vulnerabilidad, relacionada con lo anterior estaba en el campo político. La rápida expansión de los intereses empresariales de la familia y aliados del presidente Suharto era una característica de Indonesia. Suharto había ocupado ese cargo durante siete períodos consecutivos. Indonesia era conocido como el país más corrupto de la región (Radelet 1999). A fines de la década de 1980, los hijos de Suharto incursionaron en el mundo empresarial, y crearon empresas en una diversidad de sectores, como construcción de embarcaciones, petroquímica, hoteles, etc. Los acreedores realizaban préstamos directos a las empresas sin evaluar la rentabilidad de las inversiones, pues pensaban que el gobierno de Suharto no dejaría que las empresas de sus familiares fracasaran.

En un nivel más general, el rápido desarrollo económico de Indonesia no estuvo acompañado de avances similares en el marco político e institucional. Cuando Suharto consolidó su poder en la década de 1970, no toleró la oposición política, de modo que las decisiones estaban centralizadas. Más aun, luego de 30 años en el poder, no solo no tenía un sucesor definido, sino que tampoco se había creado un marco institucional que asegure un tránsito suave del poder. El control de Suharto era total.

Por esa razón, cuando Suharto se enferma en diciembre de 1997, la tensión de los inversionistas aumentó. La crisis económica se profundizó con la crisis política de 1998. Una primera señal ocurrió en setiembre, antes de que el FMI entrara en escena. El Gobierno postergó 150 proyectos de inversión, para luego dar marcha atrás con respecto de 15 de ellos, que coincidían con ser proyectos manejados por los familiares de Suharto. Como se verá más adelante, la renuncia de Suharto, en mayo de 1998 desató una crisis política de proporciones, que magnificó la crisis económica.

En síntesis, Indonesia era vulnerable por el crecimiento de la deuda externa privada de corto plazo y por el entorno político. La ausencia tanto de un marco regulatorio adecuado como de transparencia en las acciones del Gobierno fueron elementos claves de la profundidad de la crisis. El PBI luego de crecer 4,5% en 1997 sufrió una brusca contracción de -13% en 1998.

#### 4.5.4. Corea

La intervención del Gobierno en la asignación de recursos en Corea ha sido más ostensible, con relación a los demás países afectados por la crisis. El rápido crecimiento coreano en las últimas décadas se basó en la estrecha vinculación entre el Gobierno y la industria (esta última dominada por grandes conglomerados, llamados *chaebols*). Los incentivos a las exportaciones y el otorgamiento de crédito barato a ciertas industrias establecieron un tipo de vinculación entre ambos, que llevó al surgimiento de garantías implícitas del Gobierno hacia las industrias seleccionadas. De esta manera los *chaebols*, cuyos propietarios eran familias, tenían una alta dependencia del crédito canalizado por el Estado (a través de los bancos) hasta antes de 1990; con la liberalización financiera, la dependencia se mantuvo, pero no con respecto a los préstamos otorgados por el Estado, sino de la banca privada externa.

Durante la década de 1980, el Gobierno era propietario de los principales bancos comerciales, lo que le permitía controlar la administración y la asignación del crédito<sup>12</sup>. Las empresas en problemas siempre eran rescatadas por el Gobierno. Los *chaebols* copaban todas las industrias, desde la construcción de automóviles y producción de semiconductores hasta hoteles. Los 30 *chaebols* más grandes representaban el 50% del total de activos de todas las corporaciones coreanas y generaban el 14% del total del empleo.

El proceso de liberalización financiera de Corea, iniciado en 1991, fue **gradual** y se aceleró en 1995, con el objetivo de cumplir con los requerimientos requeridos para incorporarse a la OCDE<sup>13</sup>. Sin embargo, la liberalización se desarrolló sin cambiar las reglas de juego comentadas en los párrafos precedentes.

En 1991 el Gobierno anunció un plan compuesto por cuatro etapas para la **liberalización de las tasas de interés**. En la primera, la mayoría de las tasas de corto plazo de los bancos e instituciones financieras no bancarias fue desregulada, mientras que las tasas sobre los depósitos queda-

12 A pesar de que en las décadas de 1960 y 1970, los bancos estaban en manos privadas, en realidad eran empresas públicas, pues una ley introducida en 1961 limitó el derecho a voto de los accionistas privados.

13 En 1994, el Gobierno coreano anunció su deseo explícito de ser parte de la OCDE. El objetivo fue logrado en 1996, lo que convirtió a Corea en el segundo país asiático incorporado como miembro oficial de la mencionada agrupación.

ron liberalizadas solo para aquellos depósitos con una maduración mayor a tres años. La segunda etapa, que se inició en 1993, amplió el proceso a todas las tasas de interés activas (al margen del plazo) y se excluyeron solo los préstamos financiados por el Gobierno o por el Banco de Corea (banco central). También se liberalizaron las tasas de interés ofrecidas a los depósitos, cuya maduración fuera mayor que dos años. La tercera etapa fue implementada en 1994 (en lugar de 1995, año considerado en el plan inicial); se liberalizaron las tasas de interés, tanto activa como pasiva para diversos instrumentos financieros, con períodos de maduración cada vez menores. En la misma línea, se liberalizó la tasa de interés para los préstamos del banco central. La última fase, que concluyó con la liberalización total de las tasas de interés, ocurrió en julio de 1997.

Del mismo modo y de manera gradual, a partir de 1991 se redujeron las barreras a la entrada de nuevas instituciones al sistema financiero, se abrió el mercado de capitales y se autorizó el ingreso de bancos extranjeros para promover el ingreso de capitales externos para financiar el desarrollo industrial. En 1994 se permitió que las compañías financieras se transformaran en corporaciones mercantiles bancarias.

Este marco de apertura incentivó el ingreso de capitales foráneos, en un marco general de sólidos fundamentos macroeconómicos. Las tasas de crecimiento del PBI fueron de 6,3% promedio anual, entre 1980 y 1985 y de 9,9% anual entre 1986 y 1991. En 1992 y 1993 la economía creció 5,1% y 5,8%, para luego acelerarse a 8,6%, 8,9% y 7,1% en los tres años siguientes; esta tendencia coincide con los efectos de la liberalización financiera, es decir, con el ingreso de capitales externos. En simultáneo, la inflación fluctuó entre 5% y 6% entre 1986 y 1996. La situación fiscal mostró un superávit desde 1993, mientras que el nivel de reservas aumentó de US\$ 17,1 miles de millones en 1992 a US\$ 33,2 miles de millones en 1996. El único indicador que podría evidenciar falta de solidez era el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que aumentó de 1,2% del PBI en 1994 a 4,9% del PBI en 1996. La contrapartida de esta tendencia fue el crecimiento de la deuda externa, que se presenta en el cuadro 5.23.

En el cuadro 5.23 se observa que entre 1993 y 1996, la deuda externa total aumentó en 245%, porcentaje similar al crecimiento de la deuda de las instituciones financieras; por su parte, la deuda externa directa de las corporaciones se incrementó en 267%. Este rápido crecimiento llevó a que la deuda externa como porcentaje del PBI, se elevara de 19,38% a 31,6%. Más aun, la deuda externa de corto plazo representó más de la mitad de la deuda externa total entre 1992 y 1996. Por estas razones, no es de extrañar

**Cuadro 5.23**  
**Deuda externa 1992-1997**  
**(miles de millones de dólares)**

|   | 1992  | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Total</b>  | 62,9  | 67,0  | 88,7  | 119,7 | 164,3 | 158,0 | 149,3 |
| <b>-Instituciones financieras</b>                         | 43,6  | 47,5  | 65,1  | 90,5  | 116,5 | 89,6  | 71,9  |
| <b>-Corporaciones</b>                                     | 13,7  | 15,6  | 20,0  | 26,1  | 41,7  | 46,2  | 41,0  |
| <b>Deuda externa total/PBI</b>                            | 19,99 | 19,38 | 22,04 | 24,46 | 31,60 | 33,16 | 46,48 |
| <b>Deuda externa corto plazo/<br/>total deuda externa</b> | 58,82 | 60,15 | 65,84 | 65,75 | 56,58 | 40,0  | 20,64 |
| <b>Deuda corto plazo/reservas</b>                         | 215,7 | 198,9 | 227,5 | 240,6 | 279,8 | 309,8 | 59,2  |

Fuente: Hahm y Mishkin (2000: 57).

que la deuda de corto plazo excediera al nivel de reservas entre 1992 y 1997; en este último año constituía el triple de las reservas internacionales. La misma tendencia se observa en el patrón de financiamiento de los 30 *chaebols* más grandes (ver cuadro 5.24).

**Cuadro 5.24**  
**Patrón de financiamiento de los 30 *chaebols* más grandes**  
**(en porcentajes)**

|             | Interno | Externo |                    |                       |                       |       |
|-------------|---------|---------|--------------------|-----------------------|-----------------------|-------|
|             |         | Total   | Aumento de capital | Préstamos largo plazo | Préstamos corto plazo | Total |
| <b>1994</b> | 41,2    | 58,8    | 1,2                | 9,8                   | 47,7                  | 100,0 |
| <b>1995</b> | 36,8    | 63,2    | 1,4                | 12,2                  | 49,7                  | 100,0 |
| <b>1996</b> | 22,4    | 77,6    | 1,3                | 12,7                  | 63,6                  | 100,0 |

Fuente: Yoon (1998: 9).

Por lo tanto, la vulnerabilidad estructural estaba en el sector financiero y no en el comportamiento de los indicadores macroeconómicos convencionales, como el PBI, la inflación, la situación fiscal, etc. El aumento de la brecha externa era un reflejo de las dificultades en el sistema financiero.



El ímpetu para el aumento de la deuda externa de corto plazo provino de un aspecto de la liberalización financiera; en 1993, el Gobierno eliminó las restricciones al endeudamiento externo de corto plazo, mientras que mantuvo las restricciones a aquel de largo plazo, como una medida para manejar los flujos de capitales (Hahm y Mishkin 2000). Esta combinación de medidas que fue contraria a la tomada por otros países, como Chile y Colombia, resultó en el aumento dramático de las deudas de corto plazo de las instituciones financieras para canalizar fondos hacia inversiones en el sector corporativo. En esas condiciones, **cualquier choque externo desfavorable** que pusiera en duda la capacidad de pago, tanto de las instituciones financieras como de las corporaciones, desataría un pánico; los acreedores se apresurarían a cobrar en un contexto signado por el hecho de que las reservas del banco central no alcanzarían a cubrir las obligaciones externas de corto plazo; luego, la salida de capitales y las presiones sobre el tipo de cambio completarían el panorama.

En paralelo a lo anterior, la tradicional involucración del Gobierno en el otorgamiento de créditos creó la impresión de que los *chaebols* eran **muy grandes para quebrar (*too big to fail*)**. Por eso, las instituciones financieras seguían con su política de otorgar préstamos; a ello habría que agregar dos aspectos: por un lado, el banco central era la autoridad supervisora de los bancos comerciales, pero el sistema supervisor de las instituciones financieras no bancarias era fragmentado y no existía una rendición de cuentas; por otro, una porción significativa de las instituciones financieras no bancarias era de propiedad de los *chaebols*<sup>14</sup>.

Como resultado de lo descrito, en diciembre de 1996, el sistema financiero coreano estaba compuesto por 26 bancos comerciales, 52 sucursales de bancos externos, 7 bancos de desarrollo, 30 bancos mercantiles, 30 compañías de inversión, 50 compañías aseguradoras, 230 administradoras de fondos mutuos y 6000 cooperativas de crédito. El total de activos del sistema equivalía a 300% del PBI, de los cuales el 52% pertenecía a la banca comercial.

En 1996 ocurrió un choque externo negativo, pues los términos de intercambio se redujeron en 20% en ese año, la mayor caída desde 1973. En Corea, el sector electrónico explicaba el 25% de la producción total del país y la mayoría de las exportaciones coreanas estaba concentrada en

14 En 1998, los cinco *chaebols* más grandes controlaban más de 30 instituciones financieras no bancarias.

sectores que a mediados de la década de 1990 mostraron una sobreproducción y por ende una caída en sus precios. El precio unitario de los semiconductores, que explicaba el 40% de las exportaciones de productos electrónicos, disminuyó en 70%. Este hecho se materializó en una serie de quiebras de las corporaciones hacia 1997. El promedio mensual de empresas que declararon una moratoria de sus deudas aumentó de 966 en 1996 a 1.431 en 1997, lo que indicaba el alto grado de vulnerabilidad de la estructura económica.

El 23 de enero de 1997 quebró Hanbo Steel (decimocuarto *chaebol* en importancia); esta bancarota demostró que el argumento, **muy grande para quebrar**, no era válido. En ese mismo año otros 5 *chaebols* (que estaban dentro de los 30 *chaebols* más grandes) también quebraron; el 19 de marzo le tocó el turno a Sammi (vigésimo quinto), el 15 de julio a Jinro (decimonoveno), el 1° de noviembre a Haitai (vigésimo cuarto) y tres días después a New Core (vigésimo octavo). La crisis financiera ya era un hecho.

Con el colapso del baht (2 de julio de 1997) y el anuncio de la suspensión de 42 compañías financieras en Tailandia (agosto de 1997), la preocupación de los inversionistas se trasladó a otros países (entre ellos Corea), pues temían que experimentarían problemas similares en el sector financiero, como en efecto ocurría. En ese contexto, el ataque especulativo al won coreano no fue sorpresivo. Las corporaciones coreanas ya estaban en problemas antes del ataque especulativo y ante este último, el Gobierno coreano respondió mediante una inyección de liquidez en un intento por rescatarlos entre noviembre y diciembre. La medida convenció al mercado de que el Gobierno estaba dispuesto a rescatar instituciones financieras, sin tener un plan serio para remediar la fragilidad del sistema financiero. Dicho de otro modo, no se atacaba los problemas de fondo, sino que solo se rescataba instituciones. En el mismo sentido, la mayor liquidez indicaba que el Gobierno no estaba dispuesto a defender su moneda (tal como ocurrió en México en 1994), lo que hizo que la depreciación fuera mayor que la esperada.

#### 4.5.5. Filipinas

Luego del colapso del baht de Tailandia, el peso filipino fue la siguiente moneda sujeta a un ataque especulativo. La autoridad monetaria, luego de gastar US\$ 1,5 mil millones en julio de 1997, permitió la depreciación del peso, que de 26 pesos por dólar pasó a 45 pesos por dólar en enero de 1998. La respuesta inicial fue la implementación de una política monetaria

contractiva, lo que elevó las tasas de interés de 10% en abril de 1997 a 19,1% en enero de 1998.

Filipinas mostraba una serie de síntomas, previos a la crisis, similares a los demás países afectados: un crecimiento desmedido de ingreso de capitales de corto plazo, una burbuja manifestada en la inflación de activos, bienes raíces y bienes y servicios no transables, una rápida expansión del crédito doméstico proporcionado por el sistema bancario privado, un déficit en cuenta corriente creciente y una sobrevaluación de la moneda nacional.

Las reformas financieras se iniciaron en la década de 1980 y se profundizaron a inicios de la década siguiente. En 1993 se creó una nueva autoridad monetaria central, denominada Bangko Sentraling Pilipinas (BSP). También se liberalizó la entrada de nuevos bancos locales y en 1994 la medida se extendió a bancos extranjeros. En 1996, el sistema financiero estaba compuesto por 49 bancos comerciales, 3 bancos estatales, 109 bancos de fomento, 800 bancos rurales, 129 compañías de seguros, 12 instituciones financieras no bancarias y 14 sucursales de bancos extranjeros. El total de activos del sistema equivalía a 115% del PBI, de los cuales el 82% era propiedad de la banca comercial.

La profundización financiera de la década de 1990 coincidió con dos desarrollos que podían llevar a una crisis financiera. En primer lugar, un incremento significativo de las deudas externas de los bancos y en segundo lugar, un crecimiento en los préstamos a los sectores no transables, en especial a bienes raíces. La deuda total en moneda extranjera de los bancos comerciales privados aumentó de US\$ 520 millones, antes de la desregulación de las transacciones en moneda extranjera, a US\$ 7 mil millones en el tercer trimestre de 1997. Como porcentaje del total de la deuda externa del país, el incremento descrito pasó de 1,5% a 15,2% en el mismo período.

Este rápido aumento de la deuda externa de los bancos comerciales facilitó el *boom* crediticio de los años previos a la crisis. Por ejemplo, la contribución de los préstamos externos (expresados en moneda extranjera) a los créditos internos de los ocho principales bancos comerciales aumentó de 12% en 1993 a 40% en el primer trimestre de 1997. Sin embargo, esta tendencia no siempre es un problema, pues depende del destino de los préstamos. En el caso de Filipinas, la proporción destinada a sectores no exportadores se incrementó de 4% a inicios de 1994 a 30% en el tercer trimestre de 1997. A ello habría que agregarle la predominancia de los bancos comerciales como fuente de financiamiento, que llegó a 86% del total de préstamos del sistema bancario en 1997.

#### 4.6. El sistema cambiario

Los países afectados por la crisis tenían tipos de cambio fijos, formales o informales, frente al dólar. Esta situación incentivó el ingreso de capitales, si se considera el diferencial en las tasas de interés. Una mayor tasa de interés doméstica con relación a la internacional combinada con un tipo de cambio estable y predecible, incentiva el endeudamiento externo y genera **la sensación de que no existe riesgo cambiario**. Los tipos de cambio nominales mostraron estabilidad en los años previos a la crisis. Entre 1990 y 1997, el ringgit de **Malasia** fluctuó entre 2,5 y 2,7 ringgits por dólar, en **Tailandia**, el baht se fijó entre 25,2 y 25,6 bahts por dólar, mientras que en **Filipinas** se mantuvo en 26,2 pesos por dólar entre 1995 y 1997. Los demás países siguieron regímenes más flexibles. En **Corea**, el won se depreció en términos nominales entre 1990 y 1993 (de 700 a 800 wons por dólar). Entre 1993 y 1996, fluctuó entre 770 y 800 wons por dólar, para llegar a 884 wons por dólar en diciembre de 1996. **Indonesia y Taiwán** siguieron un esquema de tipo de cambio real meta (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998). **China** depreció el yuan en 50% en 1994 y luego se mantuvo estable.

De este modo, la estabilidad del tipo de cambio nominal incentivó a las instituciones privadas a endeudarse con el exterior en dólares y prestar en el interior en moneda nacional. Sin embargo, entre junio de 1995 y junio de 1997, el tipo de cambio real se apreció en 21% en Filipinas, 14% en Tailandia y 12% en Indonesia y Malasia. En el caso de Corea, la apreciación fue de solo 1,5% (Asian Development Bank 1998). Por lo tanto, a excepción de Corea, todas las monedas que sucumbieron ante la crisis, experimentaban una apreciación real, pues las tasas de inflación internas superaban a las internacionales, pese a que eran bajas.

No obstante, a excepción de Hong Kong, ninguno de los países tenía, de manera oficial un sistema cambiario fijo. Corea, Indonesia, Malasia y Filipinas tenían un sistema cambiario de flotación administrada, mientras que Tailandia mantenía un sistema cambiario anclado frente a una canasta de monedas. A pesar de ello, de facto, todos estos países mantenían tipos de cambio anclados frente al dólar. Por ejemplo, en el caso de Tailandia, desde noviembre de 1984, el baht fue anclado a una canasta de monedas. A pesar de que la composición de la canasta no era pública, las ponderaciones más altas las tenían las monedas de los principales socios comerciales del país, Estados Unidos, Japón y Alemania. El dólar de Estados Unidos tenía una ponderación que fluctuaba entre 80 y 85%, el yen japonés, entre 8 y 15% y el marco alemán, entre 4 y 10%.

En consecuencia, los países afectados por la crisis mantenían regímenes cambiarios, denominados por Calvo y Reinhart (2000), como **soft pegs**. Por un lado, es cierto que bajo un régimen cambiario flotante, ante la salida de capitales, el tipo de cambio hubiera subido y si las autoridades no optaban por defenderlo, no habrían perdido reservas. Por otro, la realidad de los países asiáticos muestra que el endeudamiento externo de corto plazo en moneda extranjera excedía al nivel de reservas. En consecuencia, la crisis hubiera ocurrido al margen del régimen cambiario del país. Si se optaba por defender el tipo de cambio en un contexto de salida de capitales, la reducción de reservas hubiera llevado a que en algún momento, los países abandonaran el sistema cambiario fijo. De manera alternativa, si no se defendía el tipo de cambio, el aumento del mismo también habría precipitado la crisis, pues el sistema bancario (que se endeudaba en moneda extranjera, pero prestaba en moneda nacional), no habría podido cumplir con sus obligaciones externas. Además, el acceso al mercado internacional de capitales depende de la estabilidad cambiaria (Calvo y Reinhart 2000).

Más aun, el principio de la **trinidad inconsistente** sostiene que un país puede lograr en forma simultánea dos de los siguientes tres objetivos: estabilidad cambiaria, independencia monetaria e integración a los mercados financieros internacionales (libre movilidad de capitales). Supóngase que un país busca la estabilidad cambiaria y liquidez, esto es, libre acceso al mercado internacional de capitales. Para lograr estas metas solo tiene dos opciones: establecer una junta de convertibilidad, como Hong Kong, o integrarse a una unión monetaria. El costo es la pérdida de independencia en la política monetaria asociada a un sistema cambiario flotante. En un mundo de libre movilidad de capitales, los tipos de cambio fijos son insostenibles, pues los especuladores evalúan de manera permanente su sostenibilidad. La única forma en que un país puede mantener la estabilidad cambiaria y una política monetaria independiente es a través de una restricción al ingreso de capitales.

En los países afectados por la crisis, se pretendió lograr los tres objetivos (a excepción de Malasia desde setiembre de 1998). Las autoridades intentaron defender el tipo de cambio (estabilidad cambiaria) en un contexto de libre movilidad de capitales y al mismo tiempo mantener la independencia en la política monetaria. Ello no es posible. En otras palabras, los países afectados tenían en común un tipo de cambio fijo (oficial o de facto) que las autoridades estaban dispuestas a defender en un contexto de libre movilidad de capitales. Uno de los temas relacionados con el diseño de una

nueva arquitectura financiera internacional es justamente cómo conciliar ambos objetivos, sin que exista el riesgo de una crisis.

#### **4.7. Contagio**

La devaluación del baht activó una salida de capitales de toda la región, a medida que el pánico financiero aumentaba. Lo ocurrido en Tailandia originó que los inversionistas evalúen desde una perspectiva más crítica los indicadores que antes habían ignorado. En el proceso, descubrieron nueva información que amplificó sus preocupaciones con respecto a la salud de los sistemas financieros y la magnitud de las deudas externas de corto plazo. Más aun, la falta de transparencia en la provisión de información coadyuvó con la situación. Una vez que los inversionistas perdieron confianza en el repago de sus deudas (en el sentido de que las reservas no podrían cubrir las obligaciones externas de corto plazo), optaron por huir en manada. Para ello, atacaron las monedas de aquellos países, que en su concepto, tenían problemas similares a los primeros países afectados.

Los vínculos comerciales entre los países implican que la reducción de las importaciones de un país, disminuyen las exportaciones de los demás. Las exportaciones intrarregionales entre los países afectados explicaron el 40% del total de las exportaciones en 1996, comparado con 32% en 1990. Si se incluye a Japón, el porcentaje aumenta a 50%.

Las otras formas de contagio son más complejas de cuantificar. Los vínculos financieros, a través de inversión extranjera directa y préstamos bancarios, pueden llevar a pensar que los eventos en un país afectan de un modo negativo a los demás. Los inversionistas de otras regiones pueden haberse visto forzados a vender sus activos en un país como respuesta a las pérdidas en otros países. Por ejemplo, si un inversionista alemán tenía inversiones en varios países afectados por la crisis, las pérdidas incurridas en Tailandia, fueron cubiertas por ventas de activos en Filipinas, lo que precipita (contagia) a este último país.

#### **4.8. El papel de Japón**

Los lazos geográficos e históricos que unen a Japón con Asia implican que cualquier crisis regional incluya a este país. La involucración de Japón con la región, tanto en el ámbito público como privado, sugiere un vínculo con la crisis. Por un lado, el sector privado es exportador, importador, inversionista y acreedor de los países afectados por la crisis. Por otro, el Gobier-

no ha invertido en el resto de países de la región en diversos programas de asistencia para el desarrollo. Su influencia ideológica y su posición como miembro prominente dentro del FMI y del Banco de Desarrollo Asiático (ADB Bank) planteó la posibilidad de que Japón pudiera liderar la respuesta de la comunidad financiera internacional ante la crisis. Inclusive, se sostenía que Japón podía tener el mismo el papel que Estados Unidos desempeñó en el rescate de la economía mexicana en 1995.

Si bien Japón no es el principal mercado de destino de las exportaciones asiáticas, no por ello deja de ser importante. Por ejemplo, más del 40% de las exportaciones de Indonesia, el 16% de las exportaciones de Malasia, el 18% de las de Tailandia y el 21% de las de Filipinas tienen a Japón como mercado de destino. Japón es el principal inversionista en la región. En la década de 1990, más del 60% de la inversión extranjera directa de Japón, fue realizada en Tailandia, Malasia, Filipinas e Indonesia (cuatro de los cinco países que fueron afectados por la crisis). Hubo dos razones para ello; por un lado las expectativas optimistas con respecto de aquellas economías y por otro la apreciación del yen (Ito 1999). Los préstamos bancarios de instituciones financieras japonesas hacia otras economías asiáticas también fueron relevantes, atraídos por el diferencial en tasas de interés. A mediados de la década de 1990, del total de préstamos bancarios a Tailandia, el 54% provinieron de instituciones japonesas; en el caso de Indonesia, fue el 39% y en Malasia el 36%.

Cuando la crisis asiática estalla, Japón ya tenía problemas en el sector financiero. A inicios de la década colapsó la burbuja especulativa, problema que se extendió por todo el país a través del sistema bancario. La crisis bancaria alcanzó su pico entre 1997 y 1998, lo que determinó un recorte del crédito y una profundización de la recesión. La recesión japonesa contribuyó con la crisis asiática, pues se contrajeron las importaciones japonesas del resto de la región. En síntesis, la debilidad de la economía japonesa en los años previos a la crisis, fue un factor que magnificó la crisis asiática.

#### **4.9. Las economías no afectadas**

Si bien es cierto la crisis asiática afectó a toda la región, como se ha visto, algunas economías, como Taiwán y China, prácticamente no se vieron afectadas. ¿Qué tenían de diferente las economías no afectadas de aquellas afectadas? El cuadro 5.25 puede ser útil para clarificar las diferencias. Antes de ello, conviene recordar que no todo ataque especulativo es exitoso, si las autoridades monetarias logran controlarlo, aunque sea al cos-

to de perder reservas. Las cuatro primeras monedas en ser víctimas de un ataque especulativo eficaz (en el sentido de que obligaron a las autoridades a abandonar la defensa cambiaria) fueron Tailandia, Indonesia, Filipinas e Indonesia. Solo en octubre de 1997, es decir, tres meses después de que Tailandia abandonara la defensa del baht, ocurrieron presiones especulativas sobre Corea y Taiwán. Corea hizo una crisis pero Taiwán no. Existen tres razones que explican por qué Taiwán fue menos afectado (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998). En primer lugar, la composición de sus exportaciones estaba más orientada a bienes con un mayor valor agregado en tecnología de punta. En segundo lugar, Taiwán tenía un alto nivel de reservas (el mayor de toda la región) y mantenía un superávit externo. En tercer lugar, el dólar de Taiwán se había depreciado en términos reales durante la primera parte de la década de 1990. Sin embargo, las cosas variaron en octubre.

La clave estuvo en la depreciación del dólar de Singapur, pues Taiwán y Singapur tenían estructuras exportadoras similares<sup>15</sup>. De esta manera, el aumento del tipo de cambio en Singapur (que tenía un régimen cambiario flotante) fue percibido como un hecho que afectaría la competitividad de Taiwán. Por eso, en octubre el dólar de Taiwán fue sujeto de presiones especulativas. En principio, el alto nivel de reservas de Taiwán (alrededor de US\$ 100 mil millones) permitía una holgada defensa del tipo de cambio. Sin embargo, a mediados de octubre las autoridades taiwanesas optaron por dejar que su moneda se depreciara, hacia el 20 de octubre, se había depreciado en 5%.

Lo ocurrido en Taiwán generó expectativas de que Hong Kong seguiría el mismo camino. Hong Kong mantenía una junta de convertibilidad, pero su moneda estaba apreciada en 30%. De ahí que fuera esperable una corrección. Las autoridades de Hong Kong respondieron mediante una política monetaria contractiva, que elevó las tasas de interés a niveles que lograron prevenir una salida de capitales. Al parecer esta medida convenció a los inversionistas de que la mantención del tipo de cambio fijo en Hong Kong era creíble.

15 Singapur, a su vez, depreció su moneda por la depreciación del ringgit de Malasia, su principal socio comercial.



**Cuadro 5.25**  
**VARIABLES ECONÓMICAS CLAVES: ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS**

|                  | Sistema cambiario | Alto ratio deuda corto plazo/reservas | Alta apreciación cambiaria en 1996 | Liberalización de la cuenta de capitales | Inadecuada regulación financiera | Brecha externa 1996 |
|------------------|-------------------|---------------------------------------|------------------------------------|--|----------------------------------|---------------------|
| <b>Indonesia</b> | Flotación sucia   | Sí                                    | Parcial                            | Sí                                       | Sí                               | Moderado            |
| <b>Corea</b>     | Flotación sucia   | Sí                                    | No                                 | Parcial                                  | Sí                               | Moderado            |
| <b>Tailandia</b> | Fijo al dólar     | Sí                                    | Sí                                 | Sí                                       | Sí                               | Alto                |
| <b>Filipinas</b> | Flotación sucia   | No                                    | Sí                                 | Sí                                       | Parcial                          | Moderado            |
| <b>Malasia</b>   | Flotación sucia   | No                                    | Sí                                 | Sí                                       | Parcial                          | Moderado            |
| <b>Japón</b>     | Libre flotación   | No                                    | No                                 | Sí                                       | Sí                               | No                  |
| <b>China</b>     | Fijo              | No                                    | No                                 | No                                       | Sí                               | No                  |
| <b>Taiwán</b>    | Flotación sucia   | No                                    | No                                 | Parcial                                  | Parcial                          | No                  |

Fuente: Noble y Ravenhill (2000b: 7).

El cuadro 5.25 muestra algunas pistas. En primer lugar, todos los países mantenían **de facto** sus monedas ancladas al dólar, a excepción de China (que había devaluado el yuan en 1994, con lo cual corrigió la apreciación ocurrida entre 1990 y 1994) y Hong Kong (quien no aparece en el cuadro, pero de quien ya se explicaron las razones por las cuales pudo mantener el tipo de cambio fijo). Taiwán, permitió una ligera depreciación en octubre de 1997. En segundo lugar, China y Taiwán tenían un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, a diferencia del resto de países mostrados. Tailandia era el país con mayor brecha externa. En tercer lugar y en el mismo sentido, hacia 1996, China, Taiwán y Corea no experimentaron una apreciación cambiaria relevante. Entonces, ¿por qué Corea hizo crisis? La respuesta está en la significativa acumulación de deudas externas de corto plazo con relación al nivel de reservas.

La combinación fatal parece haber sido la liberalización de la cuenta de capitales, un tipo de cambio inflexible y un escaso marco regulatorio del sistema financiero. Este último aspecto fue común a todos los países de la muestra. Puede observarse que China no liberalizó la cuenta de capitales y que en el caso de Taiwán solo fue parcial.

En consecuencia, si un país liberaliza la cuenta de capitales y al mismo tiempo presenta un tipo de cambio inflexible y un marco regulatorio inadecuado (aspecto reflejado en el crecimiento desmedido de las deudas

externas de corto plazo con relación al nivel de reservas) es un candidato a una crisis financiera y cambiaria. **Por lo tanto, no siempre la liberalización de la cuenta de capitales es la causante de todos los males, sino las características que la economía presenta en el momento de la liberalización.**

### **5. Síntesis de las causas: hacia un consenso**

La historia de la crisis financiera de los países afectados puede resumirse así: la liberalización financiera, interna y externa, resultó en un *boom* crediticio, sostenido con el ingreso de capitales privados externos. El rápido crecimiento de los préstamos bancarios llevó a un deterioro en la calidad de los fondos adicionales, lo que precipitó una sobreinversión en diversos sectores, algunos de los cuales mostraban una saturación en el ámbito mundial (como la producción de semiconductores). Este hecho, combinado con las garantías implícitas o explícitas de los gobiernos (en el sentido de que no dejarían quebrar, ni a los sistemas financieros ni a las empresas), posibilitó que los bancos continuaran con sus políticas de préstamos, a pesar de que las rentabilidades reportadas sobre el rendimiento de los mismos mostraban una caída ostensible. En esas condiciones, la percepción de la capacidad de repago futura de los préstamos era, por lo menos, dudosa, a pesar de la creencia de que los gobiernos irían al rescate de las instituciones financieras y no financieras en caso de problemas. La razón es simple: los fondos gubernamentales son finitos y en una crisis de gran escala, resulta imposible asistir a todas las instituciones en problemas.

De ahí que uno de los primeros consensos respecto de las razones que originaron la crisis del Asia Oriental sea que esta no es atribuible al comportamiento de los fundamentos macroeconómicos tradicionales (posición fiscal, inflación, brecha externa, etc.). El único indicador, en este nivel del análisis, que mostraba problemas era el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, que estaba cubierto por el ingreso de capitales privados<sup>16</sup>. Por esa razón es que en este capítulo se ha intentado rastrear las causas más profundas en el ámbito microeconómico. Los países afectados tenían altos niveles de ahorro interno, originado básicamente en las familias, que "...casi siempre ponen la mayoría de sus ahorros en los bancos (de

16 Esta situación fue notoria solo en el caso de Tailandia.

bajo riesgo) más que en inversiones (de riesgo alto). La inversión corporativa se financia en gran medida con préstamos bancarios. Este mecanismo de intermediación financiera ha permitido tasas de inversión extraordinariamente altas” (Wade 1999: 13).

Por lo tanto, los agentes económicos estaban acostumbrados a depender de los préstamos bancarios para financiar sus inversiones. Como consecuencia de la globalización y la apertura de las economías, desde inicios de la década de 1990, un considerable flujo de capitales privados ingresó a la región, atraído en parte por los tipos de cambio fijos, las altas tasas de interés y la percepción de que los gobiernos (dado el capitalismo de alianza) garantizaban a las instituciones financieras. Para que una situación como esta no desembogue en una crisis financiera la condición básica es un sistema bancario fuerte, con una supervisión y regulación adecuadas, independientes de influencias políticas y de grupos de interés. Esta es una de las claves, pues la ausencia de la misma, determinó que las empresas y los bancos tomaran excesiva deuda de corto plazo, que ponía en duda la capacidad de repago de los préstamos. Entonces se produjo una sobreinversión en proyectos riesgosos, en especial en sectores no transables (que no generan la capacidad de pago posterior) y en actividades especulativas que llevaron al crecimiento de burbujas.

Desde luego, como se ha demostrado, los problemas financieros existían antes de que la crisis estallara (si entendemos al estallido de la crisis como el abandono de la defensa del tipo de cambio fijo, es decir, como una crisis cambiaria). El cambio de percepción de los inversionistas (en el sentido de que los países afectados no podrían honrar sus obligaciones externas y por ende optaran por huir) es atribuible al lento crecimiento exportador de 1996, determinado por la apreciación cambiaria, el deterioro de los términos de intercambio y también a la quiebra de muchas empresas en los 18 meses previos a la crisis cambiaria. De esta manera, la crisis financiera llevó a la crisis cambiaria, pese a que ambas se presentaron, en apariencia de manera conjunta.

Estos hechos han llevado a cuestionar a la liberalización y apertura de las economías como la causa de la crisis. Sin embargo, aquí no existe consenso, pues la apertura genera beneficios y costos. Si los países afectados no hubieran abierto la cuenta de capitales de la balanza de pagos, ¿se habría evitado la crisis?; es difícil responder a esa pregunta, pues no existe un escenario contrafactual, aunque algunos autores sostengan que países como Taiwán no se vieron afectados por la crisis, justo por esa razón (Wade 1999).

En consecuencia, la apertura al ingreso de capitales y la liberalización financiera, son opciones válidas de política siempre y cuando el sistema financiero interno se encuentre preparado para poder absorber los flujos de capital. Esto lleva a la necesidad de desarrollar sistemas de supervisión y regulación financiera, como una condición previa a la apertura. En el caso de los países afectados por la crisis, la liberalización no estuvo acompañada por avances similares en la creación del marco institucional adecuado. En otras palabras, el pobre manejo del ingreso de capitales privados constituyó una fuente de desestabilización; por eso, la composición del ingreso de capitales (corto plazo frente a largo plazo) sí importa.

Al inicio del análisis de las causas de la crisis se comentó que existían dos interpretaciones de la misma: por un lado, la debilidad en los fundamentos macroeconómicos y por otro, la inestabilidad intrínseca de los mercados financieros mundiales. Si dentro de los primeros, se encuentra la debilidad/fortaleza de los sistemas financieros internos, entonces los fundamentos macroeconómicos desempeñaron un papel decisivo en la gestación de la crisis. Una lección que nos deja la crisis de Asia es que la alusión a los fundamentos, sólidos o no, de una economía, no solo debe incluir aspectos macroeconómicos, sino también microeconómicos. Desde luego esto no anula la segunda interpretación, pues una vez iniciada la crisis, el pánico financiero desencadena una corrida bancaria del país; la inestabilidad de los mercados financieros mundiales lleva a que de manera fácil, los inversionistas opten por buscar colocar sus fondos en otras economías.

En conclusión, las reformas en el sector financiero y la integración al mercado mundial de capitales no se realizaron de la manera adecuada. La liberalización de los flujos de corto plazo fue prematura. Debió estar precedida por un fortalecimiento del sistema financiero doméstico. En el ámbito macroeconómico, las políticas deben generar los fundamentos adecuados; esto significa inflación baja, pequeños déficit fiscales (no financiados con emisión), un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos sostenible y consistente con el servicio futuro de la deuda, tipos de cambio reales adecuados (es decir, evitar las sobrevaluaciones de las monedas) y un monitoreo del endeudamiento externo del sector privado. La maximización de la tasa de crecimiento de una economía no se puede lograr a cualquier precio.



## VI

### ***La crisis asiática II: el manejo de la crisis y los impactos sociales***

*The social crisis is likely to be deeper and can be expected to persist long after the crisis economies return to solid growth.*

James Knowles, Ernesto Pernia y Mary Racelis (1999: 1)

#### ***1. El manejo de la crisis y el FMI***

Existe una diferencia entre los costos, tanto económicos como sociales, originados por la crisis en sí misma y aquellos generados por las medidas implementadas para solucionarla<sup>1</sup>. Estos últimos son de corto plazo y se espera sean contrarrestados por los beneficios posteriores. ¿Cuál fue la respuesta a la crisis?

La responsabilidad de enfrentar la crisis asiática fue asumida por el Fondo Monetario Internacional (FMI), institución encargada de salvaguardar la estabilidad del sistema financiero internacional. El objetivo del FMI fue restaurar lo más rápido posible la confianza en las tres economías más afectadas por la crisis, que fueron Indonesia, Corea y Tailandia. El mecanismo fue el usual: firmar cartas de intención con los países afectados, en las cuales se sugería el conjunto de medidas y reformas por implementar, a cambio de soportes financieros. El papel del FMI, como se verá más adelante, ha sido cuestionado por diversos autores, quienes sostienen que las características de la crisis no guardaban correspondencia con las recomendaciones del organismo y profundizaron la misma. De las cinco economías afectadas por la crisis, Malasia no solicitó apoyo al FMI, mientras que Filipinas mantuvo el programa vigente antes de la misma. Entre el 14 de agosto de 1997 y el 21 de setiembre de 1999, Tailandia firmó 8 cartas de intención; en el período comprendido entre el 31 de octubre de 1997 y el 7 de setiembre de 2000, Indonesia acordó 15 cartas de intención; por último.

1 Las medidas implementadas para solucionar una crisis dependen del diagnóstico de la misma.

Corea firmó 9 cartas de intención entre el 3 de diciembre de 1997 y el 12 de julio de 2000<sup>2</sup>.

### 1.1. La visión del FMI y la evolución de los programas

La crisis asiática fue distinta de otras crisis en una serie de aspectos. A diferencia de los casos típicos, en los cuales un país miembro solicita apoyo del FMI, la crisis no fue el resultado de la monetización de desequilibrios fiscales y solo Tailandia mostraba un elevado déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. En lugar de ello, fueron las fragilidades en el sector financiero y corporativo las causas últimas que incrementaron la vulnerabilidad de estas economías ante cualquier cambio en la percepción de los inversionistas (en el sentido de que no podrían pagar sus abultadas deudas externas privadas de corto plazo). Esta alteración en la percepción de los acreedores externos ocurrió, como se ha visto en el capítulo anterior, por el lento crecimiento exportador de 1996 y el contagio, entre otros factores.

De ahí que ante la salida de capitales, las economías afectadas se encontrarán con un **problema de iliquidez**, que requería no solo de proveer financiamiento fresco de manera inmediata, sino de otras medidas que restauren la confianza del mercado, para lograr el retorno de los capitales externos. Para conseguirlo, debían atacarse los problemas de fondo (pues la reversión de los capitales podía volver a ocurrir); por eso, los programas del FMI fueron acompañados de sugerencias relacionadas con profundas reformas estructurales, con énfasis, en los sectores financiero y corporativo.

La estrategia económica del FMI contenía dos elementos:

- En el ámbito macroeconómico, destacan dos aspectos. Por un lado, la implementación de **políticas monetarias contractivas**, con dos objetivos: restringir la liquidez para evitar así mayores presiones sobre el tipo de cambio que originarían un círculo perverso de depreciación-inflación y elevar las tasas de interés para ayudar en la defensa del tipo de cambio y detener la salida de capitales. Entonces, la idea era estabilizar el tipo de cambio, evitar presiones inflacionarias y detener la salida de capitales. Por otro lado, un **ajuste fiscal** (a pesar de que la situación fiscal no mostraba desequilibrios) con dos objetivos: reducir la demanda agregada para colaborar con la reducción de la brecha

2 Esta información ha sido obtenida de la página web del FMI: [www.imf.org](http://www.imf.org).

externa, vía menores importaciones, y ahorrar recursos para afrontar los costos de reestructuración del sistema financiero y corporativo.

- Por el lado microeconómico, la puesta en marcha de profundas **reformas estructurales en el sistema financiero y corporativo**, la eliminación de monopolios, la supresión de barreras al comercio y mejoras en la transparencia y provisión de información por parte del sector empresarial.

A cambio de estas condicionalidades y bajo el liderazgo del FMI, los países afectados recibirían, en diversos tramos un paquete de apoyo financiero. **Tailandia**, cuya crisis estalló el 2 de julio de 1997, firmó su primera carta de intención el 20 de agosto de 1997. La asistencia financiera fue de US\$ 17,2 miles de millones, de los cuales US\$ 4 mil millones fueron aportados por el FMI (que equivalían a 505% de su cuota) y el resto por otros organismos y países, como el Banco Mundial, el Banco de Desarrollo Asiático y Japón. **Indonesia** firmó una carta de intención el 5 de noviembre de 1997 (la rupia se había dejado flotar el 14 de agosto). El monto del paquete financiero fue de US\$ 36 mil millones, de los cuales, US\$ 10 mil millones fueron aportados por el FMI (equivalentes a 490% de su cuota) y el resto de otros organismos y países interesados. En el caso de **Corea**, la primera carta de intención fue firmada el 4 de diciembre de 1997, a cambio de un paquete de apoyo financiero de US\$ 58,4 miles de millones, de los cuales US\$ 21 mil millones fueron provistos por el FMI (equivalentes a 1939% de su cuota).

La información presentada muestra que los paquetes de apoyo financiero fueron de gran magnitud y no solo fue el FMI responsable por los desembolsos, sino que también colaboraron otras instituciones, así como gobiernos de países individuales, como Japón.

La evaluación de los programas del FMI enfrenta dos dificultades: en primer lugar no se sabe qué hubiera pasado de no haberse aplicado (no existe un escenario contrafactual) y en segundo lugar, las metas y estrategias fueron sujetas a cambios en las diversas revisiones trimestrales, que de manera usual realiza el equipo técnico del FMI. A medida que la situación empeoraba, el FMI planteó políticas menos restrictivas, tanto en el campo monetario como fiscal. La cuestión clave, que generó amplios debates, gira en torno de la siguiente pregunta: los cambios en las políticas y metas, ¿fueron un reconocimiento implícito de que había errores en los programas iniciales o representaron una respuesta flexible a los cambios en las condiciones? Antes de proceder a intentar esbozar una respuesta, veamos los hechos.



### 1.1.1. Tailandia

Los objetivos del programa acordado el 20 de agosto eran restaurar la confianza de los mercados, vía una reducción de la brecha externa, la reconstitución del nivel de reservas y la estabilización del tipo de cambio. Los elementos claves del programa fueron los siguientes: medidas para reestructurar el sistema financiero (que incluían el cierre de instituciones financieras insolventes), un ajuste fiscal equivalente a 3% del PBI (esta medida significaba pasar de una situación fiscal equilibrada a un superávit) y una política monetaria contractiva. El baht continuaría bajo un sistema de flotación con intervenciones limitadas de la autoridad monetaria en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones bruscas del mismo. Sin embargo, en los meses siguientes el baht continuó depreciándose y la tasa de interés aumentó. De acuerdo con el FMI, el mercado aún no confiaba en el programa por los retrasos en la implementación de las reformas estructurales (en particular en el sector financiero), la incertidumbre política y las dificultades iniciales para comunicar de un modo adecuado los aspectos claves del programa. Ello determinó que la caída del PBI fuera mayor que la esperada por el mismo FMI (Lane *et al.* 1999: 2).

Para intentar estabilizar el tipo de cambio, en la primera revisión trimestral del 8 de diciembre de 1997, el programa se fortaleció, pues dada la caída de los ingresos tributarios (consecuencia de la recesión) se debía ajustar más el gasto público para lograr las metas contenidas en la carta de intención original. En la segunda revisión trimestral (el 4 de marzo de 1998), la política monetaria continuó enfocada a estabilizar el tipo de cambio y las tasas de interés se mantuvieron altas hasta que la estabilidad cambiaria se hubiera consolidado. Es en esta revisión en que se suavizan las metas fiscales y se agregan medidas para proveer a la economía de redes de protección social. La tercera revisión trimestral (10 de junio de 1998) ocurrió en un entorno donde el baht se había fortalecido (35% de apreciación entre enero y junio), la posición de reservas había mejorado, pero al mismo tiempo la recesión se había profundizado. Aquí se proyectó una caída del PBI de 5% para 1998. La meta fiscal volvió a relajarse, colocando como objetivo un déficit fiscal de 3% del PBI (en la revisión anterior era de 2% del PBI). Si bien es cierto las tasas de interés mostraban una tendencia declinante desde marzo, el FMI sostuvo que estas volverían a aumentarse en caso fuera necesario. En la cuarta revisión trimestral (11 de setiembre de 1998) se proyectó una caída del PBI dentro de un rango de 6% a 8%, el tipo de cambio se encontraba estabilizado por lo que el margen de maniobra para una reducción las tasas

de interés aumentó. Se fortaleció el programa de reestructuración financiera y corporativa y la situación general tendía a mejorar.

### *1.1.2. Indonesia*

Luego de la depreciación del baht (2 de julio de 1997), la rupia de Indonesia fue víctima de un ataque especulativo, a pesar de que sus indicadores macroeconómicos eran mejores que los de Tailandia (el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos era de 3,5% del PBI, las exportaciones habían crecido más de 10% en 1996, existía un superávit fiscal mayor que 1% del PBI y el crecimiento del crédito doméstico era menor que los demás países de la región). Las debilidades y vulnerabilidades estaban en el sistema financiero y, como se ha visto en el capítulo anterior, se abandonó la defensa de la rupia el 14 de agosto de 1997. La depreciación acumulada entre julio y octubre fue de 30%, la mayor de la región.

El 5 de noviembre de 1997, Indonesia firmó su primera carta de intención con el FMI, que contenía los mismos objetivos y medidas iniciales que el documento firmado con Tailandia<sup>3</sup>. La respuesta inicial al programa fue positiva y la rupia se fortaleció. Sin embargo, pronto aparecieron dificultades. La rupia se depreció entre diciembre de 1997 y enero de 1998, pues la salida de capitales continuó y el nivel de reservas disminuyó. De acuerdo con el FMI las razones estuvieron relacionadas con la falta de claridad en el rumbo de la política monetaria (por momentos era contractiva, con el objetivo de defender el tipo de cambio y por otros expansiva para rescatar a las instituciones financieras en problemas), la demora en la implementación de las reformas estructurales que señalizaban una falta de compromiso de las autoridades con el programa y la incertidumbre política vinculada con el anuncio de la enfermedad del presidente Suharto. Las elecciones presidenciales de marzo y las discusiones referidas a una eventual implementación de una Junta de Convertibilidad (como la existente en Hong Kong), generaron un ambiente de incertidumbre que determinó una profunda caída del PBI y una aceleración de la inflación (por la expansión de la liquidez, contraria a lo acordado con el FMI).

Luego de la reelección de Suharto, la primera revisión del programa se llevó a cabo el 4 de mayo de 1998, cuyos objetivos de corto plazo eran estabilizar el tipo de cambio y contener la inflación. Se definió una política

3 Esto significa que la conceptualización de la crisis, por parte del FMI, era similar en Tailandia e Indonesia.

monetaria contractiva y se fortalecieron las reformas estructurales (sistema financiero, privatizaciones y desmantelamiento de los monopolios y los controles de precios). El programa fue rechazado por la población, que lo manifestó a través de diversas movilizaciones públicas, unas más violentas que otras. Esto determinó la renuncia de Suharto el 21 de mayo de 1998. El mercado cambiario respondió de manera inmediata, depreciándose la rupia aun más<sup>4</sup>. En esas condiciones, el FMI ajustó sus proyecciones y profundizó la aplicación de las reformas estructurales, que habían sido débiles, en particular en el sector corporativo, todo ello dentro de un contexto de una grave inestabilidad política.

### 1.1.3. Corea

Al inicio de la crisis asiática, Corea parecía no verse afectada, pues el tipo de cambio se mantuvo estable hasta octubre. Sin embargo, el hecho de que la deuda externa de corto plazo excediera con amplitud al nivel de reservas, colocaba al país en una situación vulnerable frente a cualquier cambio en las expectativas de los inversionistas. La quiebra de una serie de *chaebols* en la primera mitad del año fue el detonante de los problemas posteriores. Desde fines de octubre el won fue víctima de una serie de ataques especulativos, que determinaron que Corea defendiera el tipo de cambio; entre el 31 de octubre e inicios de diciembre de 1997, el nivel de reservas disminuyó de US\$ 22,5 miles de millones a US\$ 6 mil millones.

En esas condiciones, Corea solicitó apoyo al FMI, con quien firmó una carta de intención el 4 de diciembre de 1997. Los objetivos y medidas fueron las mismas indicadas para Tailandia e Indonesia. Sin embargo, la confianza no se recuperó, pues existían dudas respecto del compromiso con la misma entre los diversos candidatos a las elecciones presidenciales del 18 de diciembre. El 24 de diciembre se logró un acuerdo con los acreedores privados para reestructurar la deuda externa de corto plazo. En enero aparecieron señales de estabilización del tipo de cambio.

La primera revisión trimestral (17 de febrero de 1998) ocurrió en un entorno de un tipo de cambio estabilizado combinado con señales crecientes de una caída del nivel de actividad. La meta fiscal fue relajada, de un superávit de 0,8% del PBI a un déficit de 0,8% del PBI. En febrero de 1998 asumió el poder el nuevo gobierno. El nivel de reservas se había recuperado (US\$ 30 mil millones de dólares a fines de mayo), pero la caída del PBI,

4 La depreciación acumulada de la rupia entre julio de 1997 y junio de 1998 fue de 85%.

debido a la falta de recuperación de los *chaebols*, llevó a una aceleración de las reformas estructurales en los sectores financiero y corporativo. En julio de 1998 se habían logrado avances significativos, que permitieron que las tasas de interés disminuyeran y recuperen el nivel que tenían antes de la crisis. En la tercera revisión trimestral (el 28 de agosto de 1998) se suavizó la meta fiscal hacia un déficit fiscal de 4% del PBI y se introdujo un financiamiento suplementario dirigido a los sectores sociales.

## **1.2. Las críticas a los programas del FMI**

Un primer aspecto por considerar está relacionado con el hecho de que ninguna de las metas contenidas en las primeras cartas de intención fueron cumplidas y que ello llevó a la firma de sucesivas cartas de intención, tal como se ha descrito al inicio de este capítulo. Las críticas iniciales fueron planteadas por Radelet y Sachs (1998a y 1998b), quienes sostuvieron que los programas del FMI magnificaron la crisis, al agregarle elementos de pánico y no tuvieron éxito en restaurar la confianza en las economías afectadas. Desde luego, la discrepancia de fondo se ubica en una diferente conceptualización de la crisis. Wade (1998) adopta una posición más radical, pues sostiene que los países afectados por la crisis no debieron abrir sus cuentas de capitales de la balanza de pagos y si lo hicieron se debió a la adhesión a una estrategia de desarrollo de libre mercado, impuesta por los organismos financieros internacionales, liderados por el FMI.

Sin embargo un segundo aspecto por considerar es que la confianza no se recupera de un momento a otro (al margen de la estrategia escogida) y que los países requerían de reformas estructurales, con o sin el FMI. Feldstein (1998) sostiene que el énfasis del FMI en reformas estructurales e institucionales fue más allá de su propio papel, consistente en recomendar las políticas necesarias para ajustar las balanzas de pagos. Sin embargo, si se reconocen las evidentes fragilidades financieras y corporativas, un ajuste de corto plazo, sin que venga acompañado de reformas estructurales, simplemente no hubiera tenido sentido. Con el objetivo de proceder en forma ordenada, veamos cuáles fueron las principales críticas.

### *1.2.1. Las políticas monetarias contractivas y las altas tasas de interés magnificaron la contracción de los niveles de actividad*

En los programas del FMI se colocaron metas a la expansión monetaria, de modo que se diseñó una política monetaria contractiva para contro-

lar el aumento del tipo de cambio. Las críticas se orientan por varios frentes. En primer lugar, una menor liquidez puede estabilizar el tipo de cambio, siempre y cuando, sean factores de demanda los únicos causantes del aumento en el tipo de cambio. Dicho de otro modo, si los capitales continúan su huida, la contracción en la oferta de moneda extranjera también influye sobre las depreciaciones cambiarias, a pesar de que esta intente ser contrarrestada con una menor liquidez en moneda nacional. En segundo lugar, el hecho de poner topes a la emisión, interfiere con el papel del Banco Central como prestamista de última instancia. Si los agentes del mercado saben que el Banco Central actúa en concordancia con determinadas metas, también internalizan que el mecanismo de prestamista de última instancia queda anulado. Esto último puede desencadenar un pánico entre los acreedores, más aun si la deuda de corto plazo era significativa, pues la autoridad monetaria no brindaría la inyección de liquidez necesaria<sup>5</sup>.

Con respecto de la insistencia del FMI en elevar las tasas de interés para contrarrestar la salida de capitales y estabilizar los tipos de cambio existen varios comentarios. En primer lugar, el aumento en las tasas de interés hubiera ocurrido de todos modos, dada la magnitud de la salida de capitales y por ende, la contracción en los niveles de actividad. Sin embargo, la insistencia del FMI en elevarlas aun más, magnificó las reducciones del PBI. No existe evidencia empírica que demuestre que los aumentos en las tasas de interés estabilizaron los tipos de cambio (Radelet y Sachs 1998b). En segundo lugar, las mayores tasas de interés precipitaron mayores quiebras en las corporaciones que, como se ha visto en el capítulo anterior, estaban bastante endeudadas con el sistema bancario. Las bancarrotas empresariales se trasladaron a insolvencias bancarias, en la medida que las empresas no podían repagar sus préstamos a las nuevas tasas de interés<sup>6</sup>. Esto contribuye a una salida aun mayor de capitales y por ende a depreciaciones mayores en el tipo de cambio. En tercer lugar, el encarecimiento excesivo del crédito dificulta la recuperación.

5 En esta crítica queda claro el diferente diagnóstico de la crisis. Si esta es concebida como un problema de iliquidez, entonces la argumentación es válida. Sin embargo, si se trata de una crisis de insolvencia, debido a un problema con los fundamentos macroeconómicos, el papel de prestamista de última instancia solo hubiera agravado la crisis.

6 También es cierto, que dada la caída en los niveles de actividad, lo más probable es que tampoco hubieran podido hacerlo a menores tasas de interés.

Por lo tanto, los críticos sostienen que lo deseable hubiera sido una política monetaria menos contractiva, de modo que las tasas de interés bajaran (o subieran menos) para contribuir con una rápida recuperación de los niveles de actividad. El FMI sostiene lo contrario, pues menores tasas de interés hubieran incentivado depreciaciones mayores, lo que habría elevado el costo de la deuda denominada en moneda extranjera. Los problemas empresariales se hubieran magnificado, con un resultado peor en términos del nivel de actividad.

En síntesis, las tasas de interés hubieran subido en cualquier escenario. La crítica alude a la magnitud del aumento de la misma. Por ejemplo, Indonesia redujo sus tasas de interés a medida que la rupia se depreciaba y mantuvo la tasa de interés real negativa hasta setiembre de 1998. Aun así, este país experimentó la caída más pronunciada del PBI, entre los países afectados; además, la ausencia de una política monetaria contractiva desencadenó una inflación galopante, con relación a los demás países afectados por la crisis.

### *1.2.2. El ajuste fiscal fue innecesario*

La crisis asiática no fue el resultado de un exceso de gasto gubernamental. Por lo tanto, en principio no era necesario un ajuste fiscal. A pesar de ello, la contracción fiscal fue requerida por el FMI sobre la base de dos argumentos: por un lado, era necesario reducir la demanda agregada para disminuir los déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Un menor gasto incide en menores importaciones y de hecho contrae el producto (que puede interpretarse como el costo de reequilibrar las cuentas externas). Por otro, el gobierno debería ahorrar para colaborar con el rescate de las instituciones financieras.

Los críticos sostienen que el ajuste fiscal magnificó la contracción del producto, que ya era una realidad en los países afectados. En lugar de ello, la política fiscal debió actuar de manera contracíclica, cuya manifestación hubiera sido pequeños déficit fiscales. Sin embargo, los hechos demuestran que el FMI, de manera gradual, relajó las metas fiscales, lo que sugiere un cambio en las prioridades en la medida que la crisis era más profunda que la esperada. Además, ningún analista previó la magnitud de la crisis. Más aun, si se acepta que una política fiscal expansiva hubiera sido lo deseable ante la crisis, existían restricciones en el acceso a créditos internacionales a tasas de interés razonables. Por lo tanto, solo si las instituciones internacionales y los países industriales hubieran provisto a los países de mayor liqui-

dez, la expansión fiscal habría sido posible. En todo caso, el FMI falló en anticipar la severidad de la recesión, por lo que el ajuste fiscal inicial fue excesivo.

### *1.2.3. El cierre de bancos insolventes precipitó una corrida bancaria*

Dada la precaria situación financiera, no existen dudas con respecto de que muchos bancos debían ser reestructurados, fusionados o cerrados. La cuestión era cómo hacerlo. En Tailandia, de 91 instituciones financieras, 56 fueron liquidadas entre julio y agosto de 1997. En Indonesia, 16 bancos comerciales fueron cerrados en noviembre de 1997 y en Corea 14 (de los 30 bancos mercantiles) siguieron el mismo camino en diciembre de 1997.

De acuerdo con el FMI, el objetivo de estas acciones fue limitar las pérdidas acumuladas de estas instituciones y enviar señales al mercado, de que los gobiernos estaban en proceso de implementación de las reformas necesarias para restaurar la confianza en el sistema.

Los críticos sostienen que el cierre abrupto de bancos insolventes generó un pánico en los depositantes, que de manera inmediata procedieron a retirar sus fondos de los bancos solventes. Esta corrida bancaria fue el resultado de la percepción de los ahorristas respecto de lo siguiente: ¿cuál sería el siguiente banco cerrado? La incertidumbre habría generado el pánico que deterioró aun más al sistema bancario, al convertir a bancos solventes en insolventes. Más aun, solo Corea tenía un seguro de depósitos antes de la crisis. Indonesia es el caso más ilustrativo. El cierre de 16 bancos comerciales (que representaban el 3% de los depósitos) generó un colapso de todo el sistema bancario, pues los ahorristas optaron por trasladar sus depósitos a bancos estatales, bajo la presunción de que ello les brindaría una mayor seguridad. El FMI sostuvo que la ausencia de una clara y transparente política gubernamental generó el pánico y no el cierre de bancos en sí mismo. El Gobierno de Indonesia prometió un pequeño seguro de depósitos, por un monto máximo de 7.000 dólares, pero no lo comunicó de manera adecuada, ni tampoco hizo público el tratamiento a seguir con los demás bancos. Este hecho determinó una disminución aun mayor de la liquidez del sistema, lo que incidió en una contracción mayor del PBI.

### *1.2.4. Los programas de rescate del FMI y el riesgo moral*

El riesgo moral implica que tanto acreedores como deudores, se comportan de manera imprudente pues piensan que serán rescatados en caso

de problemas. Los críticos de la actuación del FMI en este campo basan sus argumentos en dos aspectos: por un lado, absuelve a los gobiernos de sus propios errores y, lo que es más grave, los incentiva a continuar con el mismo comportamiento, pues si fallan, igual serán rescatados por la comunidad financiera internacional. Por otro lado, reduce la disciplina de los acreedores por la misma razón. Dada la magnitud de la inyección de liquidez dentro de los programas de recate liderados por el FMI, se sienta un precedente hacia el futuro: **si te equivocas, siempre alguien irá a tu rescate.**

Sin embargo, existen argumentos contrarios a esta visión. En primer lugar, a pesar de los rescates, la mayoría de inversionistas en Asia, domésticos o extranjeros, sufrió grandes pérdidas. En segundo lugar, los países afectados (con o sin el FMI) igual tuvieron que tomar medidas impopulares. En tercer lugar, los costos de no intervenir en la crisis hubieran sido mayores. Basta imaginar la situación, de no haberse inyectado liquidez a los países afectados. Por último, resulta difícil pensar que un país va a permitir un comportamiento poco responsable de sus instituciones con el argumento de que en caso de problemas, la comunidad financiera internacional acudiría en su rescate.

### 1.3. Malasia: ¿el escenario contrafactual?

El manejo de la crisis en Malasia fue distinto al seguido por Tailandia, Corea e Indonesia. **Malasia no acudió al FMI** y las autoridades siguieron una ruta de política económica contraria a las prescripciones usuales del FMI, que se aplicaron en los tres países mencionados. Lo interesante es que los cuatro países, tanto los que siguieron las sugerencias del FMI, como Malasia (que no lo hizo), iniciaron su recuperación desde fines de 1998. De ahí que algunos autores hayan planteado que Malasia es el escenario contrafactual, pues muestra lo que hubiera ocurrido sin acudir al FMI (Kaplan y Rodrik 2000).

Cuando la crisis asiática se inicia, Malasia mostraba fundamentos macroeconómicos más sólidos, en términos relativos, que los demás países afectados. Además tenía una deuda externa de corto plazo menor, gracias a ciertas restricciones al ingreso de capitales introducidas en 1994. En respuesta a la crisis de 1997, el 3 de diciembre del mismo año, **Malasia optó por un programa similar a los propuestos por el FMI, pero sin recurrir al FMI.** Se utilizó una política monetaria contractiva, que elevó las tasas de interés y en diciembre de 1997, se anunció un drástico recorte



del gasto público de 18%; el objetivo era estabilizar el tipo de cambio y reducir la brecha externa de 4 a 3% del PBI. La implementación del programa estuvo a cargo de Anwar Ibrahim (ministro de Finanzas), quien también anunció su adhesión a la flexibilidad cambiaria y su oposición a los controles de capitales. En simultáneo, el primer ministro, Mahatir Mohammed, se enfrentaba a los especuladores y sostenía que la especulación era innecesaria, improductiva e inmoral<sup>7</sup>. Estas señales contradictorias le agregaron nerviosismo a los inversionistas internacionales quienes optaron por retirar su dinero de Malasia, como lo demuestra la siguiente cita: "... After he made those comments, I phoned Boston and told them to get out – totally – while we still could"<sup>8</sup>.

La economía no respondió con la rapidez deseada por Mahatir, al programa ortodoxo de Ibrahim. Más aun, su visión del futuro de Malasia era pesimista a menos que algo se hiciera. Una prueba de ello estuvo en el hecho de que días antes de que Ibrahim anunciara el programa ortodoxo, Mahatir creó el Consejo Nacional de Acción Económica (NEAC), liderado por Dain Zainuddin, quien había sido el arquitecto de la estrategia de alto crecimiento de fines de la década de 1980 e inicios de la década siguiente. El NEAC se oponía al programa ortodoxo y contaba con el apoyo de Mahatir. Su objetivo era desarrollar los planes para enfrentar la crisis; la incertidumbre aumentó cuando el 24 de junio de 1998, Daim fue incorporado al gabinete ministerial con funciones específicas relacionadas con las tareas de desarrollo económico. Como consecuencia, se desarrolló una pugna entre Ibrahim (de tendencia ortodoxa) y Daim, quien tenía una visión opuesta. Por ejemplo, si bien ambos coincidían en la necesidad de estabilizar el tipo de cambio, Daim era partidario de bajar las tasas de interés, mientras que Ibrahim sostenía lo contrario. **Desde el punto de vista de la percepción del mercado, no se sabía quién hacía la política económica, ni qué rumbo tomaría la misma.**

Este conflicto político se resolvió a fines de junio de 1998, cuando Mahatir destituyó a Ibrahim y lo reemplazó con Daim Zainuddin. En principio, el nuevo ministro de Finanzas, tenía como encargo diseñar un progra-

7 Este tipo de afirmaciones fueron hechas por Mahatir el 20 de setiembre de 1997 en la Reunión Anual del FMI y del Banco Mundial en Hong Kong. Ello inició un enfrentamiento verbal con George Soros, uno de los especuladores más importantes del mundo, quien al día siguiente respondió que Mahatir era una amenaza en su propio país.

8 Este comentario, fue atribuido a un administrador de fondos mutuos en Boston, por Callum Henderson (1998: xii-xiii).

ma económico alternativo al de Anwar Ibrahim. Es en este momento en que la política económica sufre un viraje, de la ortodoxia de Ibrahim hacia un esquema distinto para enfrentar la crisis.

Daim y Mahatir intentaron reactivar la economía a través de recortes en la tasa de interés y políticas expansivas, pero sin mayor éxito. El intento de reducir las tasas de interés fue neutralizado por la especulación creciente contra el ringgit desde los mercados *offshore*. ¿Por qué se originó este problema? La cuestión tiene ribetes históricos. Cuando Singapur se independiza de Malasia en 1965, el Stock Exchange de Singapur se mantuvo al servicio de ambos mercados, constituyéndose en un mercado *offshore* para el ringgit. Dicho de otro modo, las instituciones financieras *offshore* (localizadas en Singapur) ofrecían tasas de interés tres veces más altas que las prevalecientes dentro de Malasia (mercado *onshore*). Esto incentivaba a los agentes económicos a depositar sus ringgits en el exterior; luego, estos fondos retornaban a través de diversos medios a Malasia, para vender los ringgit (o lo que es lo mismo, para comprar dólares), lo que aceleraba la depreciación del ringgit<sup>9</sup>. Es en este entorno en que Malasia, el 1° de setiembre, decide imponer controles de capitales y fijar el tipo de cambio en 3,80 ringgit por dólar.

Por lo tanto, el objetivo primario de los controles de capitales era **de-tener la especulación contra el ringgit**. Se estableció, entre otros aspectos, que la tenencia de ringgit en los mercados *offshore* era ilegal; toda venta de ringgits debía ser realizada a través de intermediarios domésticos autorizados; los no residentes requerían de una aprobación del banco central para convertir sus ringgits en dólares; los residentes no podían salir del país con más de 10.000 ringgits, así sea por motivos de turismo. El efecto inmediato fue la repatriación de todos los ringgits que antes estaban en los mercados *offshore*, pues de acuerdo con un dispositivo, el plazo máximo para la repatriación era de un año, es decir, hasta el 1° de setiembre de 1999.

Sin embargo, surgieron temores respecto de una huida mayor de capitales. Por eso, se introdujeron cambios el 15 de febrero de 1999, relacionados con la salida de capitales. Si los capitales decidían salir de Malasia dentro de los primeros siete meses posteriores al 1° de setiembre de 1998,

9 Este era uno de los principales argumentos esgrimidos por Mahatir en contra de los especuladores, a quienes culpaba de todos los problemas del país. Según él, impedían que se estabilizara el tipo de cambio y que la reducción en las tasas de interés internas tuvieran el éxito esperado.

debían pagar un impuesto de 30%; si lo hacían entre 7 y 9 meses, la tasa era de 20% y la tasa se reducía a 10% si el plazo era entre 9 y 12 meses. Los capitales que decidieran salir con posterioridad al 1° de setiembre de 1999, no pagarían ningún impuesto. Por otro lado, los capitales que entraban después del 15 de febrero de 1999, no estaban sujetos a impuesto alguno, pero los beneficios eran gravados con una tasa de 30% si se repatriaban dentro del año posterior a su entrada. En setiembre de 1999 se reemplazó todo este sistema de controles por un impuesto único de 10% a las ganancias de capital.

Las autoridades tuvieron mucho cuidado en no afectar a la inversión extranjera directa, pues el objetivo era desincentivar al capital de corto plazo y especulativo y no al de largo plazo o productivo. Los controles no afectarían a la inversión extranjera directa, que podía ingresar a Malasia, sin ningún tipo de traba. Tampoco fueron sujetos de controles, las transacciones en moneda extranjera para propósitos de operaciones comerciales vinculadas con la cuenta corriente de la balanza de pagos. Solo se buscaba afectar a una parte de la cuenta de capitales: aquella vinculada con las actividades especulativas de corto plazo.

En el ámbito internacional, las reacciones iniciales a los controles fluctuaron entre la cautela y la hostilidad. Sin embargo, el FMI no condenó las políticas, ni tampoco manifestó una posición oficial frente a lo apropiado o no apropiado de las medidas (Kaplan y Rodrik 2000). Malasia comenzó a recuperarse y en mayo de 1999 retornó al mercado internacional de capitales, con una emisión de mil millones de dólares en bonos, que pagaban 330 puntos básicos más que los bonos del tesoro de Estados Unidos.

La pregunta clave es la siguiente: ¿la recuperación de Malasia se debió a los controles y su alejamiento de las sugerencias del FMI o a una mejoría de la región, pues al mismo tiempo, Corea y Tailandia (quienes habían seguido un programa con el FMI) también mostraban señales de recuperación?

Por un lado, los fundamentos económicos más sólidos hacían previsible una recuperación más rápida de la economía, de no haberse impuesto los controles; por otro, los controles se introdujeron cuando el pánico financiero ya había pasado (Krugman 1999). Esta posición ha sido cuestionada por Kaplan y Rodrik (2000), quienes sostienen que hacia setiembre de 1998, las presiones sobre el ringgit se mantenían altas, meses después de que las monedas de Corea y Tailandia ya se habían apreciado<sup>10</sup>. Lo que sí es claro

10 Una interpretación alternativa es que la demora en la estabilización del ringgit se

es que las autoridades de Malasia implementaron las medidas porque pensaban que solo un viraje de las políticas podía detener el pánico financiero.

Un hecho que abona a favor de la posición de Kaplan y Rodrik (2000), es que el pico de los ataques especulativos difirió entre los países; mientras que en Tailandia, ocurrió en setiembre de 1997, en Corea fue en enero de 1998, mientras que en Malasia fue en agosto de 1998, justo antes de la imposición de los controles. Como consecuencia de ello, las reservas en Malasia continuaban su tendencia declinante, mientras que en Corea comenzaron a recuperarse en enero de 1998. Por eso, se especulaba que Malasia recurriría al FMI, asunto que no hizo. Además, Mahatir impuso los controles en simultáneo con la salida de Anwar, a diferencia de Indonesia, que mantuvo las políticas del FMI luego de la renuncia de Suharto, sin que se estableciera con claridad no solo su sucesor, sino quién lideraría la economía frente a la crisis. Este factor habría magnificado la contracción de Indonesia en 1998.

Kaplan y Rodrik (2000) realizaron un análisis econométrico, cuyos hallazgos fueron consistentes con las críticas a los programas del FMI. Desde el punto de vista metodológico, compararon el comportamiento de Corea desde que firmó su primera carta de intención con el FMI con la evolución de Malasia posterior a la imposición de los controles. Sus conclusiones fueron las siguientes:

- En Corea, un año después de la implementación de las medidas ortodoxas del FMI, el crecimiento del PBI industrial se redujo en 20,4% con respecto a su tendencia, mientras que en Malasia, un año después de la imposición de los controles, el PBI industrial solo se redujo en 10,4%.
- Comparado con Corea, Malasia experimentó una menor caída del empleo manufacturero (una diferencia de 7,5%), una menor reducción de los salarios reales (12,9% menos), una reducción mayor de las tasas de interés (6,2% más), una menor depreciación cambiaria (27,1% menos) y un mayor aumento en el nivel de reservas (14,9% más).

debió, por un lado, a los conflictos en política económica reseñados y por otro, porque Malasia no siguió un esquema apoyado por el FMI, lo que le restó credibilidad en los mercados internacionales. De ahí que los inversionistas siguieran atacando al ringgit.

Desde luego, la evidencia empírica obtenida por Kaplan y Rodrik (2000) no es concluyente. En primer lugar, el entorno externo mejoró para toda la región. En 1999, Malasia creció 5,4%, luego de una caída de -7,5% en 1998; esta recuperación estuvo liderada por una mejoría en las exportaciones manufactureras, originada en un aumento en la demanda externa por equipos electrónicos. En segundo lugar, la estabilidad cambiaria de 1999 puede atribuirse a los avances en las reformas estructurales en los sectores financiero y corporativos, elemento clave de los programas del FMI.

En efecto, el Gobierno diseñó varios programas para avanzar en la reestructuración de los sectores mencionados. Se creó una institución, denominada Danaharta, encargada de comprar la cartera pesada de los bancos, para inyectar capital fresco al sistema bancario. En 1999, se recompró el 35% de la cartera pesada de los bancos, con fondos del Banco Mundial y otros países. Danamodal, la agencia encargada de recapitalizar y fortalecer al sistema bancario inyectó 6,4 mil millones de ringgits en 1999 a diez bancos. El Gobierno también procedió a consolidar al sistema bancario, mediante la creación de instituciones financieras domésticas capaces de enfrentar la competencia internacional. El plan, en sus inicios consolidó a 58 instituciones financieras domésticas en marzo de 2000 en 6 bancos seleccionados por las autoridades. Ante las objeciones en los criterios de selección, el banco central permitió que los bancos comerciales eligieran su propio compañero de fusión y expandió el plazo para ello hasta diciembre de 2000.

En el campo de la reestructuración de la deuda corporativa también hubo avances; a fines de setiembre de 1999, el Comité de Reestructuración de la Deuda Corporativa de Malasia, entidad encargada de supervisar el proceso voluntario de reestructuración, recibió 63 solicitudes de reestructuración de deuda por un total de 35 mil millones de ringgits. De ellas, 15 fueron completadas (por 12,7 miles de millones de ringgits), mientras que 15 fueron rechazadas (por 3,5 mil millones de ringgits). Las restantes, en el momento de la culminación de este estudio, aún se encuentran en proceso de reestructuración. También se puso en marcha un programa de reformas del gobierno corporativo de las empresas, mediante el cual se requirió que las compañías cumplan con ciertos estándares financieros, se redujo el poder individual dentro de los directorios de las empresas y se supervisó más de cerca de las mismas, con la finalidad de proveer información transparente y adecuada.

En síntesis, los controles tuvieron éxito, pues permitieron mayor flexibilidad en las políticas monetarias y fiscales, lo que posibilitó un estímulo a

la demanda interna sin precipitar una salida de capitales. Además, el hecho de que los controles se hubieran relajado en el tiempo, permitió acelerar las reformas estructurales, tanto en el sector financiero como en el corporativo. Por lo tanto, como este último elemento estaba presente en los programas del FMI en Tailandia, Corea e Indonesia, la diferencia estriba en el manejo macroeconómico de corto plazo de la crisis. Inclusive, como se ha visto, el FMI, relajó las metas fiscales y monetarias en los tres países mencionados, de modo que los programas del FMI no fueron rígidos en cuanto a las metas originales y se adaptaron a las reacciones del mercado. Finalmente, la recuperación del entorno externo fue clave para la reactivación, no solo de Malasia, sino de los demás países afectados por la crisis.

¿Qué lecciones quedan de la experiencia de Malasia? En primer lugar, la mayor solidez de los fundamentos macroeconómicos facilitó una recuperación más rápida. En segundo lugar, los controles de capitales son una alternativa válida, en el corto plazo, para neutralizar la especulación y el pánico financiero. En tercer lugar, el hecho de que el FMI haya relajado las metas fiscales en los tres países puede verse como una medida equivalente a las políticas fiscales expansivas de Malasia. En cuarto lugar, Malasia pudo salir de la crisis sin el apoyo financiero del FMI, pero ello no elimina la necesidad de fondos externos, pues Malasia recibió recursos de otros organismos internacionales (como el Banco Mundial) y otros países. En quinto lugar, las reformas estructurales debían aplicarse con o sin el FMI. En sexto lugar, la base industrial exportadora de Malasia, existente desde años antes de la crisis, también determinó la rápida reactivación de la economía.

#### **1.4. El papel del FMI: hacia una síntesis**

Como se ha visto, el papel del FMI fue puesto en cuestión en el manejo de la crisis asiática. Desde el punto de vista histórico, el FMI inició sus actividades en Washington en 1946 con 39 países miembros y hacia 1998 el número de países se había incrementado a 182. Al ingresar al FMI cada país aporta una suma de dinero, denominada cuota, que cumple diversos fines; en primer lugar, forma un fondo (unida a las cuotas de los demás países miembros) que la institución puede utilizar para conceder préstamos a los países miembros con dificultades financieras; en segundo lugar, constituye la base para determinar la cantidad de recursos que cada país miembro puede obtener en préstamo del FMI; en tercer lugar, las cuotas determinan el número de votos de cada país miembro. En 1946, los 39 países miembros aportaron US\$ 7,6 miles de millones, mientras que en 1998, el

total aportado fue de US\$ 193 miles de millones. Estados Unidos es el país que más aporta, alrededor de US\$ 35 mil millones (18,25% del total del fondo), seguido por Alemania (5,67%), Japón (5,67%), Francia (5,10%) y Reino Unido (5,10%). En consecuencia, Estados Unidos es el país con mayores votos dentro de las decisiones del FMI, mientras que la República de Palau, que ingresó en 1997 tiene la cuota más baja (US\$ 3,8 millones, que equivalen a 0,002% de los votos).

El FMI concede préstamos a los países miembros que tienen dificultades para cumplir con sus obligaciones financieras externas, pero a condición de que emprendan reformas económicas que permitan eliminar dichas dificultades. Sin embargo, a lo largo de su historia, el FMI ha redefinido su papel. En sus inicios su función primordial era supervisar el sistema de Bretton Woods (acuerdo firmado en 1944, en el cual se crearon el FMI y el Banco Mundial), que diseñó un sistema de tipos de cambio fijos. Las diversas monedas fijaron su tipo de cambio con respecto al dólar y este frente al oro (US\$ 35 la onza de oro). Solo ante la presencia de desequilibrios fundamentales, el FMI podía autorizar a que algún país eleve su tipo de cambio. La idea era evitar, dentro de lo posible, devaluaciones competitivas. Sin embargo, el sistema colapsó en 1971, cuando el presidente Nixon abandonó la convertibilidad del dólar al oro y llegó a su término el sistema de tipos de cambio fijos.

Luego, el FMI se convirtió en supervisor del nuevo sistema de tipos de cambio flotantes. En la práctica adoptó el papel de consejero y prestamista de diversos países de América Latina, dados los problemas originados en la crisis de la deuda de 1982. Sin embargo, con la aparición del Plan Brady en 1989 y la inyección de préstamos privados a las economías emergentes, el FMI direccionó nuevamente su papel, pues ya no existía el problema de escasez de financiamiento para los países miembros. El enorme influxo de capitales a las economías emergentes relevó la necesidad de los países de recurrir al FMI para financiar sus déficit fiscales y brechas externas. En este nuevo entorno de libre movilidad de capitales y acceso al mismo de los países emergentes, ¿qué papel comenzó a desempeñar el FMI?

Desde inicios de la década de 1990, el FMI se repositó como un defensor de la liberalización financiera internacional. La idea era promover una liberalización ordenada de los movimientos internacionales de capital. Sin embargo, si se toman en cuenta los riesgos de la misma, ejemplificada por las crisis de México y el Asia Oriental, su papel debió orientarse hacia un consejero sobre las regulaciones necesarias en la cuenta de capitales (para evitar el endeudamiento excesivo de corto plazo), para salvaguardar

la estabilidad del sistema financiero global. Lo que ocurrió fue que la enorme movilidad internacional de capitales y el avance tecnológico, en la práctica, eliminaron la división entre los sistemas financieros domésticos e internacionales. **Esto hace imposible arreglar el sistema de pagos internacionales sin, al mismo tiempo, arreglar el sistema financiero doméstico** (Einchengreen 1999a). Mientras ambos estaban segmentados por los controles de capitales, los problemas en las balanzas de pagos provenían de los déficit en la cuenta corriente de la misma, que era financiado con pérdida de reservas. Restaurar el equilibrio implicaba entonces, solucionar el problema de la cuenta corriente, por lo que eran necesarias las políticas monetarias y fiscales restrictivas, pese al costo que ellas suponían. Pero, con un capital móvil en el ámbito internacional, la estabilización de la balanza de pagos implica solucionar el problema de la cuenta de capitales, lo que requiere a su vez, restaurar la confianza de los inversionistas. En simultáneo, la restauración de la confianza implica estabilizar el sistema financiero interno.

Esta es la razón por la cual el FMI ha ido más allá de sus esquemas tradicionales de ajuste, consistentes en políticas monetarias y fiscales contractivas para reducir el déficit en la cuenta corriente. Entonces, la actuación del FMI ya no se focalizó en la parte de arriba de la balanza de pagos, sino en la cuenta de capitales. De ahí que los críticos sostengan que la rápida liberalización de la cuenta de capitales, sin que las economías cuenten con un adecuado sistema financiero interno, haya estado en el centro de los problemas. Solo así puede entenderse por qué las cartas de intención firmadas entre el FMI y las economías emergentes exceden a los temas de ajuste de corto plazo e introduzcan cuestiones relacionadas con reformas estructurales internas.

Sin embargo, en esta última idea radica una de las críticas más saltantes al comportamiento del FMI durante la crisis asiática; el hecho de que haya ido más allá de su tradicional condicionalidad, que consistía en prestar a los países miembros a cambio de realizar los ajustes necesarios en las políticas monetarias y fiscales y por ende, en la brecha externa. En el caso de Asia, también se condicionó el paquete de apoyo financiero a la implementación de reformas estructurales, especialmente en los sectores financiero y corporativos (Feldstein 1998 y Fischer 1998a).

Como sostiene Feldstein, "...The IMF's recent emphasis on imposing major structural and institutional reforms as opposed to focusing on balance of payments goes beyond its proper role and is likely to have adverse consequences in both the short term and the more distant future" (Feldstein



1998: 1). El paquete de reformas sugeridos por el FMI en Asia fue similar al de las economías en transición (aquellas que formaban parte de la desaparecida Unión Soviética), pese a que la realidad de las regiones no era igual. Es posible que aquí radique el meollo del asunto: **el hecho de tratar de sugerir programas similares a realidades distintas**. Pese a ello, como se ha visto, era claro que los países afectados requerían reducir sus déficit en cuenta corriente, vía un aumento en exportaciones y/o una reducción de las importaciones. Ello a su vez supone una reducción de la demanda interna. Además, resulta importante resaltar que el FMI desarrolla un programa para un país miembro solo cuando este acude a él; en esas circunstancias, el país se convierte en un paciente del FMI, pero no en un celoso guardián del mismo. En términos de Feldstein, “The fact that a nation is in desperate need of short term financial help does not give the IMF the moral right to substitute its technical judgements for the outcomes of the nation’s political process” (Feldstein 1998: 10).

En síntesis, el papel del FMI siempre tendrá detractores; sin embargo, nada obliga a que un país en problemas recurra a su asistencia técnica. Malasia es un caso claro de ello. En todo caso, la redefinición de la función del FMI (que en algunos casos llega a cuestionar hasta su propia existencia) es un tema central dentro del debate de la nueva arquitectura financiera internacional.

## ***2. La reestructuración financiera y corporativa***

Los problemas de pagos de los deudores se hicieron evidentes con el estallido de la crisis. La solución a esa realidad no es simple; en principio es conveniente distinguir dos tipos de deudores: aquellos que no pagan porque no pueden hacerlo y los deudores que pueden pagar, pero que buscan la forma de no hacerlo. El primer grupo puede subdividirse entre aquellos que pueden pagar más adelante, de otro grupo que no podrá pagar nunca. En consecuencia, **la tarea de qué hacer con los deudores que no pueden pagar**, no solo se resuelve con un conjunto de principios básicos, sino también con información, inferencias y por lo tanto, juicios de valor (Friedman 2000). Sin embargo, **algo tiene que hacerse**, pues la alternativa a la reestructuración de una deuda impaga es la moratoria<sup>11</sup>. En simul-

11 Entre la reestructuración y la moratoria unilateral existe un continuo de opciones

táneo como en una operación crediticia intervienen dos partes, en última instancia, ambas son responsables (el acreedor, por prestar sin una profunda evaluación previa y el deudor, por el mal uso de los fondos disponibles), por lo que las dos partes deben asumir el costo de las pérdidas.

La evidencia presentada ha mostrado que la mayoría del endeudamiento de los países afectados fue concertado con la banca comercial. Esto conecta al sector corporativo con el sistema financiero, pues fueron las empresas las que se sobreendeudaron con los bancos. La crisis dejó a las empresas sin capacidad de repago de sus obligaciones bancarias, por lo que las operaciones de reestructuración tenían que hacerse en ambos lados. Una prueba de la magnitud de las dificultades es que los índices de morosidad fluctuaron entre 10% y 60% en las economías afectadas, equivalentes a un rango de 10% a 40% del PBI de las mismas.

La experiencia internacional ofrece algunos principios básicos para implementar una reestructuración bancaria que son los siguientes (Banco Mundial 1998):

- Solo deben mantenerse las instituciones viables y la reestructuración debe asignar las pérdidas de manera transparente, de modo que minimice el costo para los contribuyentes.
- La reestructuración debe fortalecer la disciplina financiera, a través de la asignación de las pérdidas, primero a los accionistas, luego a los acreedores y al final a los depositantes.
- Las medidas deben tomarse de manera que mantengan la disciplina crediticia de los bancos endeudados y preserven los incentivos para la inyección de nuevo capital privado.
- La reestructuración debe ser suficiente para restaurar el crédito, mientras que al mismo tiempo se mantenga la confianza en el sistema bancario.

Ante cualquier crisis sistémica del sector financiero, la intervención gubernamental es fundamental; esto es independiente de la adherencia o no del país al libre mercado. La estabilidad del sistema financiero es la clave para reasumir el crecimiento económico. De ahí que todos los países afectados, con o sin el FMI, emprendieron estrategias de reestructuración del sector financiero que, a riesgo de ser simplificador, tomaron las siguientes formas (Lindgren *et al.* 1999: 17):

intermedias. La pregunta de fondo es cuál de los esquemas intermedios es el más apropiados para cada país que enfrenta una crisis de pagos.

- El **cierre de un banco**, que es un acto mediante el cual el banco es cerrado al público, de modo que ya no pueda realizar actividades financieras. Puede ser temporal o permanente. En este último caso, aparecen varias opciones: la institución puede salir del sistema a través de la liquidación o vía la transferencia total o parcial de activos y pasivos a otra institución. Si el cierre es temporal, el objetivo es proporcionar el tiempo necesario para una evaluación más cuidadosa de la situación o para que los dueños presenten alguna alternativa de recapitalización y reestructuración.
- La **intervención** de las autoridades en una institución insolvente o inviable, que implica que las autoridades asumen el control del banco. Un banco intervenido puede seguir funcionando, mientras se termina de definir su situación final, que puede incluir, la liquidación, nacionalización, fusión, y compra por parte de otra institución.
- La **liquidación**, que es un proceso legal a través del cual se procede a vender los activos de una institución y se elimina su licencia de operación. Puede ser voluntaria o forzada, dentro o fuera de los procedimientos usuales de quiebra. La venta de activos sirve para pagar a los acreedores, de acuerdo con lo indicado en la ley. Cuando ocurren crisis sistémicas y varias instituciones tienen que liquidarse en forma simultánea y rápida, puede requerirse de una institución especial, si las estructuras existentes no permiten cumplir con la tarea en un tiempo prudencial.
- La **nacionalización** significa que las autoridades toman al banco insolvente y lo recapitalizan. Difiere de la acepción usual del término nacionalización, que alude a la toma del gobierno de un banco privado solvente. De ahí que una vez recapitalizada, la institución pueda retornar al sector privado.
- En una **fusión**, los activos y pasivos de una institución son trasladados a otra. Puede ser voluntaria o apoyada por la asistencia técnica del gobierno. Un aspecto clave de las fusiones es no debilitar a bancos solventes.
- En una **operación de compra y asunción**, un banco solvente compra una parte de los activos de un banco en problemas y también asume parte de sus pasivos. Puede involucrar la liquidación o transferencia de la cartera pesada a una compañía de administración de activos. Una variante es el uso de una institución financiera temporal (**bridge bank**), que recibe y maneja los buenos activos de una o varias instituciones en problemas. Este banco puente puede mante-

ner algunas operaciones de los bancos originales, como la provisión de nuevos créditos. Los malos activos pueden ser liquidados o transferidos a una compañía de administración de activos.

Sin embargo las opciones seleccionadas implican un **trade-off**; por ejemplo, si el gobierno acude al salvataje de un banco en problemas, vía la inyección de capital con recursos públicos, la estrategia tiene la ventaja de ser rápida, pero genera un costo alto para las finanzas públicas así como una reducción de los incentivos para que los bancos tomen las medidas pertinentes para mejorar su comportamiento. Por otro lado, si el gobierno busca recapitalizar los bancos para venderlos luego, esta alternativa minimiza los costos fiscales, provee de mejores incentivos a los bancos y eleva la confianza en el sistema bancario, pero el costo aparece por la lentitud del proceso. Otra posibilidad de solución rápida es que los bancos sean liquidados y los activos sean vendidos, de modo que se reduzcan los costos fiscales, pero el costo radica en que no se asegura la recuperación de la confianza en el sistema bancario. El balance de los costos y beneficios de cada mezcla de opciones varía de país a país y depende de la naturaleza sistémica del problema.

Estas opciones se enmarcan dentro de tres grande enfoques que los gobiernos deben considerar para iniciar un proceso de reestructuración:

- **El enfoque basado en el mercado (*market-based approach*):**

Este enfoque, que fue usado en un inicio por Tailandia, prioriza el uso de las fuerzas del mercado para restaurar la rentabilidad de las empresas y el capital bancario. Las medidas incluyen reestructuraciones operativas de las empresas (para lograr mayor eficiencia y rentabilidad), inlfujos de capital externo para nuevas inversiones, venta de activos a inversionistas domésticos y extranjeros, emisión de acciones y reestructuración de deudas. Las soluciones basadas en el mercado reducen el costo para los contribuyentes, disminuyen la probabilidad de que el gobierno termine como dueño de los bancos y empresas y colaboran con la profundización de los mercados financieros. Sin embargo, para los países afectados por la crisis, las soluciones basadas en el mercado tenían pocas probabilidades de reducir las cargas de deuda de las empresas a niveles sostenibles (Banco Mundial 1998). Los altos niveles de deuda hubieran dejado a las empresas en una situación de vulnerabilidad a las fluctuaciones en las tasas de interés y a las condiciones del mercado. Tampoco resolverían los altos índices de

morosidad de los sistemas bancarios. Estos dos factores no lograrían restaurar la confianza de los inversionistas y por ende tampoco la escasez de créditos.

- **El enfoque basado en la recapitalización bancaria (*recapitalized bank-led approach*):**

Mediante este enfoque los bancos son recapitalizados y luego estos asumen la tarea de la reestructuración corporativa, incluyendo la reestructuración financiera. El gobierno recapitaliza a los bancos sobre la base de una evaluación ex ante de sus pérdidas, quienes, a renglón seguido, se encargan de su propia reestructuración. El gobierno no interviene de manera directa en la reestructuración del sector corporativo. Sin embargo, esta estrategia tiene riesgos. La experiencia internacional ha demostrado que los gobiernos inyectan capital a instituciones insolventes sin generar los cambios suficientes en el manejo de las operaciones bancarias. Además, un gran número de bancos asiáticos carecía de las capacidades técnicas para reestructurar a las empresas.

- **El enfoque basado en el gobierno (*government-led approach*)**

Bajo este enfoque el gobierno, a través de una agencia creada para ello, asume una porción importante de los activos de los bancos y los reemplaza por bonos gubernamentales y recapitaliza así al sistema bancario. Luego, el gobierno reestructura los pasivos y fuerza a una reestructuración de las corporaciones. La principal ventaja de esta alternativa es que puede ser rápida y transparente, pues aísla la cartera pesada de los bancos, al introducirlas en una nueva agencia. Sin embargo, no está exenta de riesgos, pues elimina el vínculo entre los bancos y las corporaciones que es importante, dada la información privilegiada que los primeros tienen sobre las segundas. Por esa razón, estas transferencias sin una involucración bancaria en el proceso de reestructuración pueden crear pérdidas en el valor de los activos. Además, es posible que las agencias creadas para tal efecto (como una compañía de administración de activos) no tengan la capacidad requerida durante el proceso de reestructuración. Por último, la agencia gubernamental puede no tener los incentivos suficientes para reestructurar a las corporaciones.

Como se percibe de la clasificación anterior, cualquier enfoque supone beneficios y costos (riesgos). Si el objetivo general es **restaurar la**

**confianza en el sistema**, los programas de reestructuración debían ser acompañados por esquemas creíbles de estabilización (ver acápite anterior). La idea de desarrollar ambas estrategias al mismo tiempo partía del reconocimiento de los siguientes aspectos. En primer lugar, un sistema bancario con altos índices de morosidad y carteras pesadas hubiera mantenido la aversión de los acreedores a reiniciar sus políticas de préstamos, lo que a su vez habría magnificado el recorte crediticio y tardado la restauración del crecimiento. En segundo lugar, dada la existencia de bancos e instituciones financieras insolventes, el hecho de dejarlos operar sin haberlos reestructurado, habría llevado a exacerbar los problemas de riesgo moral y a distorsiones mayores en los mercados. En tercer lugar, la reestructuración bancaria y corporativa era necesaria para facilitar la renegociación de la maduración de los préstamos de corto plazo, pues la inyección de liquidez en la forma de nueva inversión privada era crucial para asegurar el financiamiento de las economías de los países afectados. Era difícil pensar en un retorno de los flujos de capital a las economías afectadas si la percepción de las debilidades y fragilidades de los sistemas financieros y corporativos se mantenía.

Los bancos centrales de las cinco economías afectadas proveyeron de liquidez a las instituciones financieras para enfrentar, tanto la corrida de depósitos como el hecho de tener que enfrentar problemas de pago de la deuda externa de corto plazo. En otras palabras, las autoridades monetarias utilizaron sus funciones de **prestamistas de última instancia**. Las características de las inyecciones de liquidez pueden apreciarse en el cuadro 6.1.

En el cuadro 6.1 se observa que los montos fueron mayores en Tailandia e Indonesia y que la mayoría de los préstamos del banco central se hicieron en moneda nacional, a excepción de Corea, que además proveyó fondos en dólares. Con el objetivo de preservar la estabilidad monetaria, las autoridades monetarias procedieron a esterilizar el exceso de liquidez, medida que fue exitosa en Tailandia y Corea, pero no en Indonesia, debido a la incertidumbre política que mantenía la salida de capitales. Además, para prevenir mayores corridas bancarias, los gobiernos de Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia anunciaron una protección total a los depositantes y a los acreedores. Estas garantías fueron comunicadas en julio de 1997 (Tailandia), noviembre de 1997 (Corea) y enero de 1998 (Indonesia y Malasia). Filipinas ya contaba con un seguro de depósitos antes de la crisis. En ninguno de estos países se anunciaron garantías gubernamentales a entidades del sector no financiero.

**Cuadro 6.1**  
**Liquidez provista a las instituciones financieras, junio 1997 - junio 1999**

|                  | <b>Stock<br/>(en el pico)</b>              | <b>% del<br/>PBI</b> | <b>Monto repagado<br/>en abril 1999</b> | <b>Período de<br/>inyección</b> |
|------------------|--|----------------------|---|---------------------------------|
| <b>Indonesia</b> | 170 billones de rupias en junio 98         | 17                   | 10 billones de rupias                   | Nov.97-jun.98                   |
| <b>Corea</b>     | 10,2 billones de wons en dic,97            | 2                    | 9,2 billones de wons                    | Nov.97-dic-97                   |
|                  | 23,3 miles de millones de dólares          | 5                    | 20 mil millones de dólares              | Nov.97-dic.97                   |
| <b>Filipinas</b> | 18,6 miles de millones de pesos en mayo 98 | 0,8                  | 5,6 miles de millones de pesos          | Dic.97-jun.98                   |
| <b>Malasia</b>   | 35 mil millones de ringgits en enero 98    | 13                   | n.d.                                    | Mediados 98                     |
| <b>Tailandia</b> | 1,037 trillones de bahts en enero 98       | 22                   | 54 miles de millones de bahts           | Jul.97-jul.98                   |

Fuente: Lindgren *et al.* (1999: 19).

El establecimiento de este tipo de compromiso de los gobiernos con las instituciones financieras requiere de credibilidad para terminar con las corridas bancarias. Ello supone que las garantías sean parte, tanto del programa de estabilización, como de los esquemas de reestructuración. Sin embargo, son una condición necesaria pero no suficiente, pues pueden evitar las corridas en moneda nacional, pero no en moneda extranjera si la salida de capitales continúa y las autoridades monetarias carecen de reservas para afrontar la corrida en dólares. De ahí la necesidad de acompañar el proceso con inyección de recursos externos, con el FMI o sin él (como fue el caso de Malasia).

De hecho las garantías deben implementarse de un modo tal, que disminuyan el problema de riesgo moral; por eso se acompañaron de otras medidas, como aquellas relacionadas con un fortalecimiento de la supervisión bancaria, el hecho de cubrir solo el principal hasta un tope y no los intereses y el anuncio de que las garantías solo eran temporales (Indonesia, Corea y Tailandia), entre otras alternativas. En simultáneo, las garantías generan un costo para el gobierno, pues este adquiere pasivos que tienen como contrapartida activos cuyo valor es incierto. Frente a ese costo, existe el beneficio de evitar un colapso total del sistema bancario.

Para estabilizar y revertir el flujo de capitales, los cinco países siguieron trayectorias diferentes. **Corea** mantuvo abierta su cuenta de capitales y renegoció la deuda externa de corto plazo, logrando un acuerdo con los bancos externos en enero de 1998, a través del cual logró la reestructuración de US\$ 22 mil millones. Este acuerdo fue el inicio de la estabilización de los flujos de capital y por lo tanto, de la reducción del papel de prestamista de última instancia del banco central. **Tailandia e Indonesia** impusieron controles de capital temporales, que fueron dejados de lado, cuando se implementaron los programas con el FMI. **Malasia** introdujo drásticos controles de capitales (ver acápite 1.3). Indonesia, Corea y Tailandia eliminaron los controles a la propiedad de extranjeros de instituciones domésticas durante la crisis, con el objetivo de atraer capital fresco del exterior.

Como puede notarse, la reestructuración del sistema bancario no solo es compleja, sino que requiere de un **fuerte liderazgo gubernamental**. Entre las principales tareas de los gobiernos estuvieron las siguientes: la toma de decisiones con respecto de los arreglos institucionales para enfrentar la crisis; la definición de criterios para evaluar a las instituciones; la puesta en marcha de una estrategia para afrontar el problema de las instituciones no viables y reestructurar las viables, de modo que fuera consistente con los objetivos macroeconómicos; la definición de las modalidades y magnitud del soporte financiero del sector público para el proceso de reestructuración; la creación (en caso no existiera) de instituciones para operativizar las reestructuraciones y la provisión de información al público sobre las etapas por seguir; esta última tarea es crucial, pues una reestructuración que no sea transparente no restaura la confianza. Las estrategias seguidas por los países afectados fueron bastante similares, en el sentido de que suspendieron a las instituciones no viables y exigieron el cumplimiento estricto de normas internacionales respecto del capital de las instituciones, la clasificación de los préstamos, las provisiones a los préstamos incobrables y la involucración del sector privado en el proceso de recapitalización. De esta manera, la primera tarea fue el establecimiento de los arreglos institucionales adecuados.

En **Indonesia**, en enero de 1998 se creó la Agencia de Reestructuración Bancaria de Indonesia (IBRA). En **Corea**, la responsabilidad de la reestructuración recayó en la Comisión de Supervisión Financiera y en la Compañía de Administración de Activos (KAMCO), creada para tal efecto. En **Malasia**, la reestructuración fue coordinada por un Comité Especial, liderado por el Banco de Negara (autoridad monetaria), quien también cumplió las funciones de una agencia supervisora. Esta tarea fue comple-



mentada por otras tres agencias, que fueron, una compañía de Administración de Activos (Danaharta, establecida en mayo de 1998), una compañía de recapitalización bancaria (Danamodal) y un Comité de Reestructuración de la Deuda Corporativa. En **Tailandia**, no se creó ninguna agencia con responsabilidades específicas relacionadas con la reestructuración, sino que el Fondo de Desarrollo de las Instituciones Financieras, entidad legal dependiente del Banco de Tailandia, se encargó del proceso de reestructuración, a través de una Agencia de Reestructuración Financiera. Esta instancia, que también era la agencia supervisora, tuvo a su cargo el manejo de la liquidez en los bancos intervenidos. En **Filipinas** no se introdujo ningún arreglo institucional nuevo. El banco central se encargó de la reestructuración, pues al mismo tiempo tenía funciones de regulador y supervisor.

Una segunda tarea estaba vinculada con la **velocidad de la recapitalización**. En todos los países la reestructuración bancaria se basó en el ajuste de las reglas para el establecimiento de las provisiones de los préstamos incobrables así como la observancia de los requerimientos mínimos de capital. Esto permite que los bancos reconozcan sus pérdidas de acuerdo con los estándares internacionales y pongan en marcha planes de recapitalización. Sin embargo, el ajuste de las regulaciones fue gradual. Por un lado, los mercados requerían de mayor información, tanto sobre la situación real de los bancos, como de los avances en el establecimiento de marcos de regulación y supervisión adecuados. Este era un elemento clave para la restauración de la confianza y por lo tanto, del flujo de capitales hacia los países afectados. Por otro lado, la escasez de recursos hacía imposible que los bancos cumplan con los estándares prudenciales en el corto plazo. Por eso el proceso de recapitalización bancaria fue gradual y la exigencia de lograr los requerimientos mínimos de capital fluctuó entre uno y dos años.

Un tercer aspecto estaba vinculado con las estrategias diseñadas para rehabilitar aquellas instituciones consideradas viables. El principal vehículo fue buscar una solución a partir del sector privado; los gobiernos solicitaron a los accionistas los planes de recapitalización y un cronograma en el cual se especificara el tiempo necesario para lograr los requerimientos mínimos de capital. Dada la escasez de capital, los gobiernos eliminaron las restricciones a la participación extranjera en la propiedad de las instituciones financieras. Una cuarta tarea consistió en afrontar el tema de fusiones, cierres y nacionalizaciones, como opciones a enfrentar, tal como se explicó al inicio de este tema. En el cuadro 6.2 se presentan los principales resultados.

**Cuadro 6.2**  
**Fusiones, cierres e intervenciones estatales en las instituciones financieras**  
**(entre junio de 1997 y junio de 1999)**

|                  | <b>Fusiones</b>   | <b>Cierres</b>  | <b>Instituciones intervenidas</b>                     |
|------------------|---|---|---|
| <b>Indonesia</b> | 4 de los 7 bancos comerciales estatales se fusionaron en 1 banco comercial (54%)      | 64 bancos comerciales (18%)   | 12 bancos comerciales (20%)                           |
| <b>Corea</b>     | 9 bancos comerciales y 2 bancos mercantiles crearon 4 bancos comerciales nuevos (15%) | 5 bancos comerciales, 17 bancos mercantiles y más de 100 instituciones financieras no bancarias (15%) | 4 bancos comerciales (14%)                            |
| <b>Malasia</b>   | 15 fusiones (6%)  | Ninguno   | 1 banco mercantil y 3 compañías financieras (3%)      |
| <b>Filipinas</b> | Fusión de 4 bancos comerciales (2%)   | 1 banco comercial (1%)  | Ninguna   |
| <b>Tailandia</b> | 3 fusiones que involucraron 5 bancos comerciales y 12 compañías financieras (16%)     | 56 compañías financieras (11%) y 1 banco comercial (2%)   | 6 bancos comerciales y 12 compañías financieras (12%) |

Fuente: Lindgren *et al.* (1999:36).

En lo que respecta a los costos de la reestructuración, existen costos tanto en el sector público como en el privado para cubrir las pérdidas y contribuir con capital fresco. En el caso del gobierno, los costos pueden dividirse en brutos y netos.

- Los costos brutos afrontados por los gobiernos se originan en el pago de las garantías a los depositantes, la inyección de liquidez al sistema, la compra de la cartera pesada y la asistencia técnica a los bancos para que estos puedan cumplir con los requerimientos mínimos de capital.
- Los costos netos solo pueden conocerse luego de la reprivatización de los bancos y la recuperación de la cartera pesada asumida, en un inicio, por el gobierno.

Los costos brutos fluctuaron entre 15% del PBI (Corea) y 45% del PBI (Indonesia), aunque la estimación precisa de los mismos no es asunto sim-

ple, pues depende de una serie de factores, como las condiciones macroeconómicas internas y externas, la efectividad de la reestructuración corporativa y la eficiencia de la reestructuración bancaria. Más aun, la reestructuración bancaria es un proceso complejo que va más allá de aspectos técnicos. Debe tomar en cuenta las prácticas empresariales locales, la disponibilidad de recursos humanos, las deficiencias en los marcos jurídicos y legales y el apoyo político necesario para emprender las reformas. Por ejemplo, la necesidad de recursos humanos entrenados en aspectos de reestructuración es clave y ello no era una realidad en los países afectados, pues este tipo de crisis no ocurre con frecuencia. Como consecuencia, los gobiernos requieren de asistencia técnica de expertos en el tema, que por lo general, provino del exterior. A manera de ejemplo, en Tailandia, se reclutaron alrededor de 5000 expertos (nacionales y extranjeros) para el cierre de las 56 compañías financieras.

A estas dificultades habría que agregarle la severidad de la crisis corporativa que afectó el proceso de reestructuración bancaria. En los países afectados, la reestructuración corporativa fue más lenta que la bancaria. La falta de un marco legal y la ausencia de una entidad reguladora de las corporaciones privadas fueron factores determinantes.

En resumen, los países afectados implementaron una serie de iniciativas para fortalecer la regulación y supervisión, con el objetivo de aproximar los estándares domésticos a los internacionales. El fortalecimiento de autonomía de las diversas entidades supervisoras, la búsqueda de estándares regulatorios acordes con las prácticas internacionales (clasificación de préstamos, provisiones adecuadas, etc.) y la transparencia en la provisión de información, fueron elementos que contribuyeron con la recuperación.

### **3. La recuperación de la crisis**

El crecimiento económico retornó a los países afectados en 1999. Tailandia, luego de sufrir una contracción de -10,2% en 1998, al año siguiente creció 4,2%; Corea revirtió la tendencia, pues luego de caer en -6,7% en 1998, en 1999 creció 10,7%; Malasia pasó de -7,4% en 1998 a 5,6% en 1999; Filipinas, que se había contraído en -0,6% en 1998, creció 3,3% en 1999; por último, Indonesia, que fue el país afectado que experimentó la mayor contracción económica en 1998 (-13,0%), creció 0,3% en 1999. La recuperación fue más rápida que la esperada, debido a una serie

de factores, entre los que destacan la implementación de políticas fiscales y monetarias expansivas, la mejoría del entorno económico internacional y ajustes en los precios relativos.

En general, el crecimiento exportador lideró la recuperación, en un contexto de una demanda interna débil. La expansión de la demanda externa por productos electrónicos llevó a un fuerte crecimiento del sector manufacturero; sin embargo, la sostenibilidad de la reactivación depende de los avances en los procesos de reestructuración financiera y corporativa. A continuación se presenta una breve síntesis de la evolución de los países afectados, luego de la crisis.

### 3.1. Tailandia

La recuperación de Tailandia fue liderada por el sector manufacturero, que creció 11,3% en 1999, como consecuencia de medidas de estímulo fiscal y un entorno internacional, que favoreció el incremento de las exportaciones. En el cuadro 6.3 se presenta la evolución de los indicadores macroeconómicos entre 1998 y 2000.

**Cuadro 6.3**  
**Tailandia 1998-2000: algunos indicadores**

|   | 1998  | 1999 | 2000 |
|---|-------|------|------|
| <b>Crecimiento del PBI</b>                | -10,4 | 4,1  | 4,5  |
| <b>Inversión interna / PBI</b>            | 26,1  | 26,8 | 30,4 |
| <b>Ahorro interno / PBI</b>               | 39,3  | 36,4 | 36,3 |
| <b>Inflación</b>                          | 8,1   | 0,3  | 2,5  |
| <b>Crecimiento de la oferta monetaria</b> | 9,5   | 2,1  | 8,0  |
| <b>Balance fiscal</b>                     | -3,4  | -3,0 | -3,0 |
| <b>Crecimiento de las exportaciones</b>   | -6,8  | 7,4  | 7,0  |
| <b>Crecimiento de las importaciones</b>   | -33,8 | 17,7 | 16,5 |
| <b>Brecha externa / PBI</b>               | 12,7  | 9,1  | 5,5  |

Fuente: Asian Development Bank (2000b: 114).

En 1999, el Gobierno mantuvo la política fiscal expansiva adoptada en agosto de 1998 e implementó dos paquetes de incrementos en el gasto público por 53 y 100 mil millones de bahts, unidos a reducciones impositivas. El primero de ellos se puso en marcha en marzo y tenía como objetivo

aumentar el empleo y estimular el consumo privado, mientras que el segundo, que se adoptó en agosto, se focalizó en medidas tributarias (como la disminución del impuesto al valor agregado de 10% a 7%), la recuperación del sector de bienes raíces y el financiamiento a las pequeñas y medianas empresas. Por su parte, la política monetaria expansiva posibilitó el crecimiento de la oferta monetaria en 9,5% en 1998 y 2,1% en 1999 (ver cuadro 6.3), así como una reducción de las tasas de interés. A pesar de ello, se mantuvo la escasez crediticia, por el temor de los bancos, dados los altos índices de morosidad y los esfuerzos por lograr los requerimientos mínimos de capital. En diciembre de 1999, el porcentaje de los préstamos no pagados sobre el total de préstamos fue de 38,5%.

El flujo neto de capitales registró una salida de US\$ 6,1 miles de millones, lo que reflejó los pagos de la banca comercial a bancos externos por concepto de la deuda de corto plazo. Esto último permitió por un lado, que la proporción de la deuda externa de corto plazo respecto del total de la deuda externa se redujera de 27% a 19% y por otro, que la deuda externa total disminuyera de US\$ 86,2 miles de millones en 1998 a US\$ 75,6 miles de millones en 1999. El tipo de cambio se mantuvo estable (fluctuó entre 37 y 39 bahts por dólar) y el nivel de reservas alcanzó US\$ 34,8 miles de millones, que equivalían a 9 meses de importaciones.

A pesar de los avances en el campo macroeconómico, persistió el problema de la reestructuración financiera. Como se ha visto en el acápite anterior, Tailandia no optó por una recapitalización bancaria financiada por el Gobierno por dos razones: en primer lugar, para minimizar el costo a los contribuyentes y en segundo lugar, para evitar los problemas de riesgo moral. No obstante, el Gobierno adoptó medidas para colaborar con los bancos ante la crisis. En adición al paquete de reestructuración financiera de agosto de 1998, se dispusieron incentivos para que los bancos transfirieran sus malas deudas a la Compañía de Administración de Activos, agencia creada para tal efecto. De esta manera se separaba el manejo de los préstamos con problemas de las actividades bancarias usuales; así, los bancos podían focalizarse en el otorgamiento de nuevos préstamos. En la práctica, Tailandia pasó de un enfoque basado en el mercado hacia uno con una mayor participación gubernamental.

Sin embargo, la presencia de préstamos no pagados originó que los bancos se descapitalizaran y fueran renuentes a reiniciar sus operaciones de préstamos. El porcentaje de préstamos no pagados aumentó de 19,8% a fines de 1997 a 45% en diciembre de 1998. En enero de 2000, solo cuatro bancos habían aceptado el esquema de recapitalización gubernamental.

mental, mientras que la mayoría de los bancos limitó el otorgamiento de nuevos préstamos y buscó arreglos privados para elevar los requerimientos mínimos de capital. En paralelo, se observaron avances significativos en el fortalecimiento del marco regulatorio y supervisor del sector financiero.

En síntesis, la rápida mejoría en el ámbito macroeconómico no se ha observado en el campo microeconómico, pues los procesos de reestructuración financiera y corporativa son, por naturaleza, más lentos. Sin embargo, la recuperación sostenida de la economía depende de los progresos en este último aspecto.

### 3.2. Malasia

Los signos de recuperación en 1999 fueron un reflejo de una creciente demanda externa por bienes manufacturados, lo que permitió que el sector manufacturero creciera en 13,6%. En el cuadro 6.4 se presenta la evolución macroeconómica de Malasia entre 1998 y 2000.

**Cuadro 6.4**  
**Malasia: indicadores macroeconómicos 1998-2000**

|   | 1998  | 1999 | 2000 |
|---|-------|------|------|
| <b>Crecimiento del PBI</b>                | -7,5  | 5,4  | 6,0  |
| <b>Inversión interna / PBI</b>            | 26,7  | 23,7 | 24,3 |
| <b>Ahorro interno / PBI</b>               | 39,6  | 37,7 | 35,4 |
| <b>Inflación</b>                          | 5,3   | 2,8  | 3,3  |
| <b>Crecimiento de la oferta monetaria</b> | 2,7   | 8,3  | 12,0 |
| <b>Balance fiscal</b>                     | -1,9  | -4,9 | -2,0 |
| <b>Crecimiento de las exportaciones</b>   | -7,5  | 10,1 | 8,0  |
| <b>Crecimiento de las importaciones</b>   | -26,5 | 10,0 | 12,6 |
| <b>Brecha externa / PBI</b>               | 12,9  | 14,0 | 11,3 |

Fuente: Asian Development Bank (2000b: 100).

Malasia implementó controles de capitales en setiembre de 1998 en simultáneo con políticas expansivas para reactivar la economía (lo que generó un déficit fiscal de -4,9% del PBI, tal como se observa en el cuadro 6.4). El tipo de cambio fijado en 1998 se mantuvo firme y el nivel de reservas llegó a US\$ 30,9 miles de millones en diciembre de 1999.

El crecimiento de la oferta monetaria en 1999 redujo las tasas de interés de 11% en 1998 a 5,5% en 1999; pese a ello, los créditos bancarios se contrajeron en 4%, debido al temor de los bancos a reiniciar sus políticas de préstamos. El porcentaje de préstamos no pagados sobre el total de préstamos se mantuvo en torno de 18% en 1998 y 1999.

Al igual que en el caso de Tailandia, los progresos en el campo de la reestructuración financiera y corporativa experimentaron un ritmo más lento que los avances en el ámbito macroeconómico. La reestructuración financiera de Malasia difiere del resto de países afectados en dos aspectos. En primer lugar, cuando la crisis estalla, Malasia tenía un sistema financiero más sólido, pues había desarrollado un sistema de supervisión más efectivo y el sistema bancario se encontraba capitalizado, con un ratio capital/activos mayor que 10%. En segundo lugar, el Gobierno alteró el rumbo macroeconómico en setiembre de 1998, al optar por un sistema de control de capitales en lugar de seguir las recomendaciones del FMI. A pesar de ello, en forma similar a los demás países, inició los esfuerzos de reestructuración financiera y corporativa mediante la creación de nuevas instituciones. En enero de 1998, se crea una Compañía de Administración de Activos (Danaharta) cuyo objetivo era adquirir los préstamos bancarios no pagados (cartera pesada). En agosto del mismo año, se establece la agencia denominada Danamodal, cuya meta era recapitalizar las instituciones financieras cuyos ratios de capital / activos fueran menores que 9%. En el mismo mes, se crea el Comité de Reestructuración de Deuda Corporativa (CRDC), para reestructurar las deudas empresariales.

Tanto Danaharta como Danamodal lograron progresos significativos en la reestructuración bancaria. Danamodal inyectó US\$ 1,6 mil millones a 10 instituciones financieras, mientras que Danaharta compró el 50% de las carteras pesadas de los bancos. El costo fiscal de estas operaciones ascendió a 10% del PBI. En simultáneo y a diferencia de las otras economías afectadas, en Malasia no se cerró ningún banco, sino que se incentivó el proceso de fusiones y consolidaciones. Por el lado corporativo, antes de la crisis, las corporaciones no mostraban los altos niveles de endeudamiento con relación a los demás países, aunque con la crisis fueron afectadas por la elevación de las tasas de interés y su dependencia del sistema bancario. Las compañías en problemas estaban concentradas en tres sectores: bienes raíces, construcción e infraestructura. A pesar de ello, el proceso de reestructuración corporativa ha sido lento, en parte por la falta de recursos humanos capacitados para ello. En diciembre de 1999, el CRDC recibió 63 solicitudes de reestructuración de deudas por un total de 35 mil millones de

ringgits. De estas, 15 fueron completadas (por 12,7 miles de millones de ringgits), mientras que 15 fueron rechazadas (por 3,5 mil millones de ringgits), como en el acápite 1.3 se ha dicho.

Por lo tanto, en términos de resultados macroeconómicos, la trayectoria posterior a la crisis, ha sido similar a la de Tailandia. La sostenibilidad de la recuperación depende de la rapidez de los avances en el área de la reestructuración.

### 3.3. Indonesia

En términos de contracción de los niveles de actividad, medido por la evolución del PBI, Indonesia fue la economía más afectada. Luego de experimentar una drástica caída de -13,0% en 1998, en 1999 tuvo una ligera recuperación de 0,2%. En mayo de 1998 renunció el presidente Suharto, luego de 32 años en el poder; su sucesor, Habibie asumió como presidente interino hasta las elecciones generales de junio de 1999. El gobierno de Habibie estableció su compromiso con la implementación de reformas en el sector financiero, con el apoyo del FMI y otras agencias externas. En el cuadro 6.5 se presenta la evolución de los indicadores macroeconómicos relevantes.

**Cuadro 6.5**  
**Indonesia: indicadores macroeconómicos 1998-2000**

|   | 1998  | 1999  | 2000 |
|---|-------|-------|------|
| <b>Crecimiento del PBI</b>                | -13,0 | 0,2   | 4,0  |
| <b>Inversión interna / PBI</b>            | 19,1  | 11,6  | 13,0 |
| <b>Ahorro interno / PBI</b>               | 23,2  | 13,2  | 15,2 |
| <b>Inflación</b>                          | 58,5  | 20,5  | 6,0  |
| <b>Crecimiento de la oferta monetaria</b> | 62,3  | 11,9  | 13,0 |
| <b>Balance fiscal</b>                     | -3,7  | -2,3  | -5,0 |
| <b>Crecimiento de las exportaciones</b>   | -10,5 | -7,4  | 8,1  |
| <b>Crecimiento de las importaciones</b>   | -30,9 | -10,8 | 7,5  |
| <b>Brecha externa / PBI</b>               | 39,1  | 34,8  | n.d. |

Fuente: Asian Development Bank (2000b: 91).

La información del cuadro 6.5 muestra que la recuperación de Indonesia ha sido más lenta que la de Tailandia y Malasia (ver cuadros 6.3



y 6.4). En primer lugar, los altos niveles de inflación en 1998 y 1999 se debieron al crecimiento de la oferta monetaria. En segundo lugar, las exportaciones continuaron su tendencia declinante en 1999; por último, los niveles de ahorro e inversión internos fueron más bajos con relación a los otros dos países. En lo que respecta a la cuenta de capitales, los inlfujos de capitales oficiales fueron más que contrarrestados por la salida neta de capitales privados (debido a los pagos de los préstamos externos). De ahí que el nivel de reservas llegara a US\$ 27 mil millones (equivalentes a 6 meses de importaciones) en diciembre de 1999.

¿Cómo explicar esta lenta reversión de la crisis? La respuesta se encuentra en el campo político. Luego de firmar su primera carta de intención con el FMI (31 de octubre de 1997), un día después, fueron cerrados 16 bancos inviables, pero varios de ellos estaban conectados con la familia de Suharto. Esta situación no generó la credibilidad suficiente para evitar una corrida mayor de los depósitos así como una salida de capitales. Una prueba de ello fue que uno de los bancos cerrados, fue reabierto bajo una denominación distinta. A ello habría que agregarle que la proporción de préstamos no pagados sobre el total de préstamos, fluctuó entre 60 y 85%.

En ese escenario, en enero de 1998 se estableció la Agencia para la Reestructuración Bancaria de Indonesia (IBRA), entidad responsable del manejo de la crisis bancaria. En pocos meses, la IBRA tenía bajo supervisión a 54 bancos, que representaban el 40% del total de activos bancarios del sistema. La IBRA se convirtió en el actor central del proceso de reforma financiera, pues era responsable no solo de los bancos nacionalizados y de las carteras pesadas, sino que también determinaba cuándo y cómo serían auditados los propietarios de los bancos. El problema fue que la IBRA no escapó a la corrupción, característica del régimen de Suharto. En 1999, el mismo presidente provisional anunció que recibía muchas presiones del principal partido político. Ello, unido a varios hechos poco transparentes relacionados con la reestructuración (por ejemplo el escándalo del Bank Bali), determinó que el proceso no sea claro ni transparente (Hamilton-Hart 2000). Por lo tanto, la confusión y la politización del proceso de reestructuración le restaron credibilidad a todo el programa e hicieron que los avances fueran más lentos que en los demás países. En esas condiciones era imposible evitar un rescate público a gran escala del sistema bancario.

De las cinco economías afectadas por la crisis, Indonesia presentaba las dificultades más profundas en los campos financiero y corporativos.

Como se ha visto, el porcentaje de préstamos no pagados sobre el total de préstamos fluctuó entre 60 y 85% y los costos de la reestructuración se estimaron en 60% del PBI (Asian Development Bank 2000b). La interferencia política desempeñó un papel decisivo en el proceso de reestructuración. De ahí que el primer paso para la recapitalización de los bancos privados solo ocurriera en 1999, cuando auditores independientes ordenaron a los bancos en tres categorías, de acuerdo con sus ratios capital/activos. Los bancos en la categoría C (aquellos con un ratio menor que -25%) enfrentaron procesos de liquidación, mientras que algunos en la categoría B (aquellos con un ratio entre -25% y 4%) fueron declarados elegibles para ser recapitalizados. Los bancos en categoría A (con un ratio mayor que 4%) no fueron sujetos a proceso alguno de recapitalización. A partir de este esquema, en 1999, siete bancos privados fueron recapitalizados y cuatro bancos estatales (que representaban el 50% de los activos del sistema) fueron fusionados en uno solo y recapitalizados. El proceso de recapitalización bancaria fue financiado con la emisión de bonos domésticos. La idea del Gobierno era cubrir estos costos con los ingresos de la privatización y venta de activos de la IBRA, tarea difícil, si se tomaba en cuenta los efectos devastadores de la crisis.

Para facilitar la reestructuración corporativa, el Gobierno estableció la Iniciativa de Jakarta y la Agencia de Reestructuración de Deudas de Indonesia (INDRA). La primera de ellas, tenía como objetivo proveer una plataforma para los deudores corporativos, de modo que estos buscaran una resolución voluntaria de sus deudas fuera del sistema judicial. En la medida que este proceso voluntario no tuvo el éxito esperado, resultaba imprescindible que el Gobierno fortaleciera el marco legal y el poder judicial para poder acelerar la solución a estos problemas. Como este proceso es gradual y requiere de mucha transparencia, los lentos avances en la reestructuración corporativa impidieron la rápida recuperación de la economía.

En síntesis, tres décadas de administración centralizada disminuyeron la calidad y eficiencia de la mayoría de instituciones públicas. La recuperación de la credibilidad en el manejo de la cosa pública resulta clave para la recuperación sostenida.

### **3.4. Corea**

De las cinco economías afectadas, Corea fue la de más rápida recuperación. La evolución macroeconómica se presenta en el cuadro 6.6, que

muestra una mejoría en todos los indicadores macroeconómicos mostrados.

**Cuadro 6.6**  
**Corea: indicadores macroeconómicos 1998-2000**

|   | <b>1998</b> | <b>1999</b> | <b>2000</b> |
|---|-------------|-------------|-------------|
| <b>Crecimiento del PBI</b>                | -6,7        | 10,7        | 7,5         |
| <b>Inversión interna / PBI</b>            | 21,2        | 26,8        | 28,5        |
| <b>Ahorro interno / PBI</b>               | 33,9        | 33,0        | 30,9        |
| <b>Inflación</b>                          | 7,5         | 0,8         | 3,2         |
| <b>Crecimiento de la oferta monetaria</b> | 27,0        | 27,3        | 24,8        |
| <b>Balance fiscal</b>                     | -4,2        | -2,9        | -2,8        |
| <b>Crecimiento de las exportaciones</b>   | -4,7        | 10,1        | 10,0        |
| <b>Crecimiento de las importaciones</b>   | -36,2       | 29,0        | 23,1        |
| <b>Brecha externa / PBI</b>               | 12,8        | 6,1         | 2,4         |

Fuente: Asian Development Bank (2000b: 49).

El Gobierno mantuvo la política fiscal expansiva, adoptada a mediados de 1998; pese a ello, la ostensible mejora en el nivel de actividad permitió un aumento en los ingresos tributarios; por esa razón la brecha fiscal se redujo de -4,2% en 1998 a -2,9% en 1999. En el área de reestructuración financiera y corporativa también hubo avances. Las prioridades estuvieron en rehabilitar a las instituciones financieras viables y cerrar aquellas insolventes. En simultáneo, se enfatizó la adopción de estándares internacionales de regulación y supervisión.

En enero de 1998, el Gobierno, las corporaciones y los sindicatos formaron un consejo nacional para discutir las estrategias de reestructuración. En febrero del mismo año se estableció un marco legal para la reestructuración del sector corporativo. En abril, fue creada la Comisión de Supervisión Financiera para monitorear y supervisar a todas las instituciones financieras. A inicios de 1998 fueron recapitalizados los dos bancos más grandes del sistema, mediante el uso de fondos públicos. Uno de ellos (Korea First Bank) fue vendido a un consorcio extranjero. En junio, se cerraron cinco bancos comerciales insolventes y absorbidos por otros bancos solventes. Dos años después de la crisis el número de bancos se redujo de

33 a 23, a través de cierres y fusiones. También se suspendieron 21 de 30 bancos mercantiles y 22 instituciones financieras.

La contribución del sector público al proceso de reestructuración fue significativa. Al inicio de la crisis, el Gobierno comprometió US\$ 53,3 miles de millones en fondos públicos para asistir al proceso de reestructuración financiera. En diciembre de 1999, el Gobierno había usado la totalidad de los fondos para comprar US\$ 17,1 miles de millones de las carteras pesadas de los bancos y US\$ 36,2 miles de millones en operaciones de recapitalización y repago de los depósitos a través de la Corporación Coreana de Seguros de Depósitos.

Con el objetivo de reformar al sector corporativo, Corea utilizó tres enfoques. En primer lugar, los cuatro *chaebols* más grandes, conocidos como los cuatro grandes, fueron reestructurados a través de planes específicos para mejorar su estructura de capital. El requerimiento era que a fines de 1999, los cuatro *chaebols* redujeran sus ratios deuda/acciones por debajo de 200%. En segundo lugar, los *chaebols* intermedios fueron sujetos a reestructuraciones voluntarias con sus acreedores bancarios. En tercer lugar, la reestructuración de las pequeñas y medianas empresas fue dejada a los acreedores bancarios.

A pesar de que los resultados de esta estrategia han sido mixtos, los avances han sido más significativos que en los demás países. Una prueba de ello fue el rápido incremento en el nivel de reservas, que llegó a US\$ 74 mil millones de dólares en diciembre de 1999, así como la estabilización cambiaria.

#### **4. Los impactos sociales de la crisis**

Asia Oriental logró espectaculares avances en el campo social en las dos décadas previas a la crisis, con relación a otros países en desarrollo. Una muestra de ello se presenta en los cuadros 6.7 y 6.8. Como se observa en el primero de ellos, en 1975, 6 de cada 10 se encontraban por debajo de la línea de la pobreza, mientras que en 1995 solo 2 de cada 10. Más aun, la reducción de la pobreza se aceleró entre 1985 y 1995; destaca el caso de Tailandia, el país donde la crisis estalla, que en 1995 solo tenía 1% de pobres.

Cinco factores explican esta mejoría en el bienestar. En primer lugar, **el desarrollo rural de los pequeños agricultores**. En la mayoría de los países asiáticos, las actividades agrícolas familiares, de pequeña escala, han

**Cuadro 6.7**  
**Pobreza en Asia Oriental 1975-1995**

|                      | Número de pobres<br>(millones) |       |       | Índice de recuento<br>(% de pobres) |      |      |
|----------------------|--------------------------------|-------|-------|-------------------------------------|------|------|
|                      | 1975                           | 1985  | 1995  | 1975                                | 1985 | 1995 |
| <b>Asia Oriental</b> | 716,8                          | 524,2 | 345,7 | 57,6                                | 37,3 | 21,2 |
| <b>Malasia</b>       | 2,1                            | 1,7   | 0,9   | 17,4                                | 10,8 | 4,3  |
| <b>Tailandia</b>     | 3,4                            | 5,1   | 0,5   | 8,1                                 | 10,0 | 1,0  |
| <b>Indonesia</b>     | 87,2                           | 52,8  | 21,9  | 64,3                                | 32,2 | 11,4 |
| <b>China</b>         | 568,9                          | 398,3 | 269,3 | 59,5                                | 37,9 | 22,2 |
| <b>Filipinas</b>     | 15,4                           | 17,7  | 17,6  | 35,7                                | 32,4 | 25,5 |

Fuente: Banco Mundial (1998: 75).

**Cuadro 6.8**  
**Asia Oriental: otros indicadores sociales 1970-1995**

|                  | Esperanza de vida |      | Tasa de mortalidad Infantil |      | Matrícula en educación primaria (%) |      | Matrícula en educación secundaria (%) |      |
|------------------|-------------------|------|-----------------------------|------|-------------------------------------|------|---------------------------------------|------|
|                  | 1970              | 1995 | 1970                        | 1995 | 1970                                | 1995 | 1970                                  | 1995 |
| <b>Taiwán</b>    | 69,0              | 74,8 | 69                          | 6    | nd                                  | 99   | 75                                    | 87,4 |
| <b>Corea</b>     | 60,6              | 72,0 | 46                          | 10   | 99                                  | 99   | 45,4                                  | 93,4 |
| <b>Malasia</b>   | 61,6              | 71,8 | 45                          | 12   | 84,1                                | 88,7 | 25,5                                  | 55,9 |
| <b>Tailandia</b> | 58,4              | 69,0 | 73                          | 35   | 78,6                                | 88,2 | 18,2                                  | 34,9 |
| <b>Indonesia</b> | 47,9              | 63,7 | 118                         | 51   | 75,6                                | 99   | 13,0                                  | 55,0 |
| <b>China</b>     | 61,7              | 69,4 | 69                          | 34   | 75,9                                | 99   | 34,7                                  | 50,7 |
| <b>Filipinas</b> | 57,2              | 66,5 | 71                          | 39   | 99                                  | 99   | 34,7                                  | 50,7 |

Fuente: Banco Mundial (1998: 75).

sido predominantes. Las políticas gubernamentales contribuyeron con los aumentos en la productividad a través de la provisión de infraestructura (irrigaciones y vías de acceso), una política de precios apropiada y la incorporación de nuevas tecnologías. En segundo lugar, **el rápido crecimiento de la demanda por mano de obra no agrícola**, originado en el

desarrollo industrial de estos países. En tercer lugar, **la provisión pública de servicios básicos en educación y salud**. En cuarto lugar, **la flexibilidad del mercado laboral**, que mostró pocas rigideces institucionales y permitió que los salarios y la productividad guardaran estrecha relación. Como resultado, había pocos contrastes entre los diferentes tipos de trabajadores. En quinto lugar, **la elevación de las capacidades de la mano de obra y la inversión en educación**, que se anticiparon a las nuevas demandas de la industria moderna. Esto facilitó la movilidad laboral ante los nuevos requerimientos de la demanda por trabajo.

Frente al escenario descrito estalla la crisis asiática en julio de 1997. Las bruscas contracciones de los niveles de actividad, las depreciaciones cambiarias y la reversión en el flujo de capitales fueron sus tres principales manifestaciones en el ámbito macroeconómico. En el ámbito microeconómico, las quiebras corporativas y la inestabilidad de los sistemas financieros, que determinaron un recorte crediticio, configuraron un escenario que impactó de manera devastadora en los progresos sociales descritos en los cuadros 6.7 y 6.8. Más aun, la respuesta de los gobiernos, basadas en un inicio en el recorte del gasto público magnificaron el impacto social de la crisis. Tres años después del inicio de la crisis, las economías iniciaron sus procesos de recuperación; sin embargo, la recuperación de la estabilidad social, existente antes de la crisis tardará mucho en lograrse.

Desde un punto de vista conceptual existen varios canales, a través de los cuales, la crisis asiática impactó negativamente en los sectores sociales. Los **cambios en los precios relativos** (originados en las depreciaciones cambiarias), la **reducción en la demanda por trabajo** (aspecto asociado a la contracción del PBI), la **disminución del valor de los activos** (situación causada en la caída de los precios de los activos en general y de los bienes raíces en particular), la **contracción crediticia** (debida al temor de los bancos a continuar sus operaciones de préstamos) y el **ajuste fiscal** (que se manifestó en una reducción del gasto social), destacan como los más relevantes.

Las depreciaciones cambiarias generaron aumentos en los precios de bienes importados o aquellos producidos en el interior pero con un alto contenido de insumos importados. La contracción de los niveles de actividad se trasladó a una reducción por la demanda de trabajo, lo que a su vez se materializó en un aumento en las tasas de desempleo y subempleo. En paralelo, la crisis bancaria llevó a que muchos depositantes perdieran sus ahorros y el valor de sus activos, debido al colapso del mercado de bienes raíces. De esta manera, se redujo el valor de los colaterales (garantías) que

podían ofrecerse a cambio de préstamos. Esto llevó a que las familias tuvieran que recurrir a mercados informales de crédito, cuyas tasas de interés eran más altas. Por último, la contracción económica llevó a una reducción de los ingresos tributarios del gobierno y por ende de la capacidad de gasto. En la medida que gran parte del mismo se destinó a los procesos de reestructuración del sistema financiero y corporativo, se contrajo la inversión en sectores sociales.

La extensión de la crisis afectó de manera negativa a todos los grupos poblacionales. Sin embargo, la severidad del impacto varió en función de los grupos sociales. Por ejemplo, los trabajadores de construcción e industria se vieron más afectados por los efectos sobre el ingreso y empleo. La inflación, la pérdida de valor de los activos y la restricción crediticia afectó más a las familias urbanas que a las rurales. Los más pobres sufrieron del recorte del gasto social de los gobiernos.

#### 4.1. Evolución de los indicadores sociales

El deterioro de los indicadores sociales, aunque evidente, puede estar subestimado. El corto período de tiempo limita la posibilidad de evaluar en términos cuantitativos el deterioro social. En los países afectados, la información proviene de diversas encuestas familiares, que tardan en ser procesadas y reflejan la situación del año previo. Por ejemplo, en el caso de Tailandia, las encuestas de niveles de vida fueron llevadas a cabo entre febrero de 1998 y enero de 1999; si una familia fue encuestada a inicios de 1998 y se le preguntó por sus niveles de ingreso del año anterior, es decir, 1997, no se está capturando el impacto total de la crisis. Además, la experiencia internacional demuestra que el análisis de los cambios en los niveles de vida requiere de encuestas tipo panel, que deben realizarse cada cierto número de años, para recoger información cuya validez estadística sea más robusta. En otras palabras, la certeza de los números debe tomarse con cautela, pues en ninguno de los países afectados se ha llevado a cabo este procedimiento, por ejemplo, entre 1996 y 2000. Pese a ello, sí se han desarrollado algunas encuestas, de difícil comparación entre sí. De ellas proviene la información que se presenta a continuación.

En primer lugar, la contracción del PBI en los países afectados, determinó que **el consumo percápita** siguiera la misma trayectoria. En 1998 se redujo en -10,2% en Corea, -15,1% en Tailandia, -4,7% en Indonesia, -12,6% en Malasia y aumentó 5,5% en China. Si la distribución de ingresos

permanece constante, es natural que la disminución del consumo per cápita eleve la pobreza<sup>12</sup>.

En segundo lugar, **la pobreza se incrementó en todos los países afectados** por la crisis. Corea experimentó el aumento más drástico, pues la proporción de pobres urbanos aumentó de 9,6% en 1996 a 19,2% en 1998. En Indonesia, la pobreza aumentó de 11,3% en 1996 a 16,7% en 1998 (12 millones de nuevos pobres). En Tailandia, el incremento de pobres también fue significativo, pues pasó de 11,4% en 1996 a 13% en 1998 (1,1 millones de pobres más). En Malasia, la incidencia de la pobreza creció de 8,2% en 1997 a 11,2% en 1998. Estos resultados son una consecuencia lógica de la contracción de los niveles de actividad que, acompañados de los aumentos en las tasas de desempleo y subempleo, originaron los aumentos en la pobreza descritos.

En tercer lugar, **las tasas de desempleo** se incrementaron en todos los países afectados por la crisis. Entre 1996 y 1998, el desempleo se elevó en Corea de 2% a 6,8%, en Tailandia de 1,5% a 4,5%, en Indonesia de 4,9% a 5,5%, en Malasia de 2,6% a 3,2%, por último, en Filipinas, el aumento fue de 8,6% en 1996 a 10,1% en 1998.

Estos desarrollos adversos constituyen en sí mismos un choque a cualquier sistema social. Sin embargo fueron amplificados por dos razones. En primer lugar, **la ausencia de redes de protección social**, que llevó a que los trabajadores despedidos tuvieran que enfrentar la crisis sin ellas y que por ende, aumentarían el número de pobres. Los sistemas de asistencia social eran rudimentarios y limitados a aquellas personas incapacitadas para trabajar. En segundo lugar, **la naturaleza no esperada de la contracción**. Como se ha visto, las economías asiáticas habían mostrado altas tasas de crecimiento durante dos décadas combinadas con tasas de desempleo muy bajas, por lo que no se había prestado la preocupación debida a una eventual situación como la ocurrida a partir de 1997.

## 4.2. El mercado laboral

Con la finalidad de comprender el impacto de la crisis en el desempleo y subempleo, es conveniente describir la situación del mercado laboral antes de la crisis, cuyos principales indicadores se presentan en el cuadro 6.9.

12 La distribución de ingresos, por lo general, varía en períodos de tiempo más prolongados.



**Cuadro 6.9**  
**Características del empleo, 1996**

| País             | Tasa de desempleo | Distribución por sectores (%) |           |                      | Distribución por categorías (%) |                |           |
|------------------|-------------------|-------------------------------|-----------|----------------------|---------------------------------|----------------|-----------|
|                  |                   | Agricultura                   | Industria | Servicios familiares | Trabajadores empleados          | Auto-empleados | Empleados |
| <b>Indonesia</b> | 4,9               | 44                            | 13,4      | 42,6                 | 26,0                            | 43,0           | 28,6      |
| <b>Tailandia</b> | 1,5               | 40,4                          | 16,7      | 42,9                 | 19,7                            | 31,0           | 40,1      |
| <b>Corea</b>     | 2,0               | 10,6                          | 20,7      | 68,7                 | 10,5                            | 27,6           | 59,2      |
| <b>Malasia</b>   | 2,6               | 16,8                          | 27,5      | 55,7                 | 7,5                             | 21,1           | 71,4      |

Fuente: Lee (1998: 36).

Como puede apreciarse en el cuadro 6.9, a excepción de Indonesia, los tres países restantes exhibían una situación de pleno empleo, característica de las dos décadas previas a la crisis. La fuerza motriz del crecimiento del empleo estuvo en el sector moderno de estas economías, en particular, en construcción, industria y servicios. Estos tres sectores presentaron crecientes oportunidades de empleo para los agricultores y aquellos empleados en sectores informales, de baja productividad. Por ejemplo, en el caso de Tailandia, el sector agrícola ha mostrado una disminución del empleo desde 1989 (alrededor de 500 mil trabajadores por año), reflejo de un cambio estructural de una economía agrícola a una moderna e industrial. En paralelo, los salarios reales crecían a tasas anuales mayores que 5%, aspecto determinante de la reducción de la pobreza en estos países (ver cuadro 6.7).

Una de las manifestaciones de la crisis fue la brusca contracción del producto, que lleva a una reducción en la demanda por trabajo. Ante ello, el resultado puede ser un incremento del desempleo y del subempleo o una reducción de los salarios. La flexibilidad del mercado laboral en los países afectados permite plantear la hipótesis de que el ajuste ocurrió más por el lado de los salarios que por el desempleo. En 1998, los salarios reales disminuyeron en -41% en Indonesia, -9,3% en Corea, -1,1% en Malasia y -4,6% en Tailandia.

**Tailandia** tenía la menor tasa de desempleo antes de la crisis (1,5%), explicable por el robusto crecimiento de los años previos y experimentó aumentos en la misma durante seis trimestres consecutivos, a partir del primer trimestre de 1998. La disminución de la tasa de desempleo ocurre a

partir del tercer trimestre de 1999, pero aún se mantenía en 3%, es decir, por encima del nivel que tenía antes de la crisis. En paralelo el subempleo, definido como aquellos que trabajan 35 horas a la semana y que desean ampliar el número de horas pero no encuentran dónde hacerlo, aumentó de 1,7% el tercer trimestre de 1997 a 3,6% el tercer trimestre de 1999. En otras palabras, la menor demanda laboral se manifestó tanto en un aumento del desempleo como del subempleo, aunque este último mantuvo su tendencia alcista, a pesar de que la tasa de desempleo se reducía.

Un hecho recogido por las encuestas trimestrales es que entre julio de 1997 (inicio de la crisis) y marzo de 1998, 160 mil trabajadores reportaron que habían sido despedidos; en el trimestre siguiente, lo hicieron 544 mil trabajadores, lo que sugiere que el impacto de la crisis se comenzó a sentir con mayor fuerza a partir del segundo trimestre de 1998. Además, los salarios reales disminuyeron en -4,6% en 1998, luego de siete años de crecer en forma consecutiva a una tasa promedio anual de 5,5%.

**Indonesia** tenía una mayor proporción de su fuerza laboral empleada en la agricultura (ver cuadro 6.9). El ajuste del mercado laboral de una economía con estas características, por lo general, lleva a un aumento de la actividad informal en las áreas urbanas. De ahí que el subempleo se elevara de 35,8% en 1996 a 39,1% en 1998.

En síntesis, la reducción de la demanda por trabajo afectó el bienestar de las familias, a través de aumentos en el desempleo y subempleo y disminución de los salarios reales, en un contexto mayor de redes de protección social casi inexistentes.

### 4.3. Desarrollo humano<sup>13</sup>

Los impactos adversos sobre el desarrollo humano ocurrieron a través de diversos mecanismos. En primer lugar, a pesar de que los servicios sociales estaban subsidiados, ello no evitaba que las familias incurrieran en costos indirectos para acceder a ellos. La contracción en los ingresos y el aumento de los precios (como medicinas y materiales educativos), llevó a que consumieran menos que los niveles óptimos desde el punto de vista social. En segundo lugar, la inversión en capital humano se reduce debido al aumento en el costo de oportunidad, pues con menores niveles de ingreso, las familias optaron por aumentar sus jornadas de trabajo e incorporaron a la misma a jóvenes en edad de estudiar. En tercer lugar, la calidad y

13 Esta sección está basada en el estudio de Knowles, Pernia y Racelis (1999).

cantidad de los servicios sociales provistos por los gobiernos tendieron a declinar debido, por un lado a las restricciones presupuestales y por otro, al traslado de los clientes del sector privado a proveedores públicos. En cuarto lugar, en la medida que las familias trataban de mantener sus niveles de consumo, previos a la crisis, destinaron menos recursos a la inversión en capital humano.

**El gasto público educativo** se redujo en la mayoría de los países afectados, con excepción de Malasia, que lo contrajo como respuesta inicial a la crisis (en diciembre de 1997), pero luego lo elevó en julio de 1998. Dentro del mismo, se contrajeron los gastos en materiales de enseñanza, capacitación de maestros y mantenimiento de la infraestructura, lo que originó una caída en la calidad de la educación. Si bien es cierto, el nivel de alumnos matriculados en educación primaria se mantuvo, en el caso de la educación secundaria se redujo, como consecuencia del costo de oportunidad; en términos simples, los jóvenes tenían que emplearse para mantener el nivel de vida que las familias tenían antes de la crisis.

Una tendencia similar se observa en el **gasto público en salud**; el recorte del gasto fue notorio en el caso de medicamentos. Por ejemplo, en el caso de Tailandia, la reducción del gasto público en salud fue de 23% en términos reales en 1999 con respecto de 1997 y más del 60% del mismo fue en medicamentos. En paralelo, aumentó el uso de establecimientos de salud pública por el traslado de los consumidores de los proveedores privados, dado el diferencial de precios. En otras palabras, lo ocurrido con el sector salud, muestra un patrón similar al educativo.

A manera de síntesis, el impacto de la crisis se manifestó en un menor desarrollo humano. Naciones Unidas, en su Informe sobre el Desarrollo Humano (2001), divide a los 162 países analizados en tres grupos: países con desarrollo humano alto (Noruega aparece con el índice más alto), desarrollo humano medio (el Perú aparece en el puesto 73) y desarrollo humano bajo. De los países asiáticos afectados por la crisis, solo Corea (puesto 27) aparece en el primer grupo, mientras que Malasia (56), Tailandia (66), Filipinas (70) e Indonesia (102) se ubican en el grupo intermedio. El índice de desarrollo humano se obtiene a través de la combinación del crecimiento del PBI, la tasa de matrícula escolar, la esperanza de vida al nacer y la tasa de alfabetización de adultos. El comportamiento de los dos primeros indicadores, luego de la crisis, determinó la ubicación rezagada de los países, dentro del concierto mundial.

## VII

### **Los siguientes actores: Rusia y Brasil**

*By mid 1998 market participants were asking where the next crisis would erupt. Russia and Brazil, with large deficits and overvalued exchange rates, became obvious candidates, and eventually joined the rank of crises nations.*

Sebastian Edwards (1999c: 1)

#### **1. La crisis rusa**

##### **1.1. Introducción**

El lunes 17 de agosto de 1998, el banco central ruso (CBR) y el Gobierno anunciaron tres medidas que constituyeron el estallido de la crisis rusa: en primer lugar, el abandono del sistema de bandas cambiarias (denominado el corredor del rublo) y el tránsito hacia un sistema de libre flotación; en segundo lugar, la declaración de una moratoria unilateral de toda la deuda pública denominada en rublos; en tercer lugar, el anuncio de una suspensión por 90 días de todos los pagos externos del sistema bancario doméstico. Estas medidas fueron una consecuencia de una serie de debilidades previas de la economía rusa y reflejaron la imposibilidad del Gobierno, tanto de defender el tipo de cambio, como de cumplir con sus obligaciones, tanto con los acreedores internos como externos.

El colapso cambiario y financiero de Rusia, resumido en el párrafo precedente, no solo es relevante por las implicancias que tuvo sobre el sistema financiero internacional<sup>1</sup>, sino porque, al igual que la crisis asiática, originó cuestionamientos sobre la validez y aplicabilidad de los principios del libre mercado. En cierta medida la crisis financiera rusa fue el resultado del contagio de los problemas de Asia Oriental, pero también es cierto que Rusia era una economía frágil y vulnerable antes del estallido de la crisis.

1 La moratoria de la deuda, tanto interna como externa, generó una crisis internacional de confianza, que se materializó en un recorte generalizado de las líneas externas de crédito a todas las economías emergentes.

De alguna manera la crisis rusa demostró que la integración financiera global comporta riesgos que se extienden con facilidad por todo el mundo. Los impactos de la misma sobre los flujos financieros en regiones geográficas distantes, como América Latina, fueron significativos. En 1999, América del Sur sufrió una caída en sus niveles de actividad difícil de predecir en los años previos. Es decir, las dificultades de Asia Oriental y Rusia determinaron, en gran medida, los resultados económicos en la mayoría de economías emergentes. Esta interrelación entre las economías llevó a debatir la pertinencia de una nueva arquitectura financiera internacional<sup>2</sup>.

Rusia se independizó de la Unión Soviética en 1992 y se convirtió en una economía en transición hacia el libre mercado. La tarea no era simple, pues no solo implicaba redefinir el papel del Estado, sino cambiar el marco institucional, es decir, las reglas de juego que determinarían una nueva manera de funcionamiento de la economía. Luego de más de cinco décadas de operar bajo un sistema centralizado, dentro del cual el Estado fue el principal asignador de recursos, se transformaría el sistema hacia uno donde esa función sería asumida, en su mayor parte, por el mercado.

Este reto, que fue común a otras economías en transición (entre las cuales se encontraban, entre otras, todas aquellas que fueron parte de la desaparecida Unión Soviética), implicó la puesta en marcha de una serie de reformas, no solo económicas, que configurarían un nuevo escenario que cargaría con una pesada herencia del modelo de desarrollo anterior. Un cambio de esta naturaleza es gradual; de ahí que no sea sorprendente que todas estas economías hayan experimentado profundas caídas en los niveles de actividad (medidas por la evolución del PBI real), fenómeno que podría denominarse **la recesión de la transición**. La magnitud y la duración de la misma han sido variables; por ejemplo, Polonia experimentó una caída acumulada del PBI de 14% en dos años, mientras que Ucrania observó una reducción acumulada del PBI de 58% en seis años. En el cuadro 7.1 se presenta la evolución de algunos indicadores de la economía rusa entre 1993 y 1999.

2 El tema de la reforma de la arquitectura financiera internacional es analizado en los capítulos nueve y diez.

**Cuadro 7.1**  
**Rusia: algunos indicadores 1993-1999**

|                                 | 1993 | 1994  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998  | 1999  |
|---------------------------------|------|-------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Variación en el PBI real</b> | -8,7 | -12,7 | -4,1 | -3,4 | 0,9  | -4,9  | 3,2   |
| <b>Inflación</b>                | 874  | 308   | 198  | 48   | 15   | 28    | 86    |
| <b>Balance fiscal</b>           | -7,3 | -10,4 | -6,1 | -8,9 | -7,9 | -8,0  | -3,8  |
| <b>Tipo de cambio nominal</b>   | 1,25 | 3,55  | 4,64 | 5,56 | 5,96 | 20,65 | 27,00 |

Fuente: FMI (2000a: 5).

En el cuadro 7.1 se observan varias tendencias ilustrativas. En primer lugar, la persistencia de una brecha fiscal, que lleva a analizar los mecanismos de financiamiento de la misma; en segundo lugar, la ya mencionada caída de los niveles de actividad entre 1993 y 1996, seguida por una tenue recuperación en 1997, para luego experimentar una nueva contracción en 1998. En tercer lugar, la tendencia a la declinación de la inflación hasta 1997, que se revierte en los dos años siguientes. En cuarto lugar, la brusca depreciación del tipo de cambio nominal en 1998.

Desde luego, toda crisis tiene un período de gestación y admite diversas explicaciones. El estallido de agosto de 1998 debe rastrearse no solo en aspectos relacionados con el ingreso y salida de capitales, sino también en la vinculación con la crisis asiática (cuyos inicios se encuentran en la devaluación del baht tailandés de un año antes) y con las dificultades inherentes a una economía en transición hacia el libre mercado.

## 1.2. Los elementos de la crisis

Los principales elementos de la crisis, que están interrelacionados entre sí, fueron los siguientes: en primer lugar, un **déficit fiscal permanente** y una crisis de deuda como resultante; en segundo lugar, una **crisis del sistema bancario**, relacionada con los desequilibrios entre los activos y los pasivos externos. Los balances de los bancos incluían una significativa inversión en bonos gubernamentales (GKO), lo que vincula al sistema bancario con los problemas fiscales; en tercer lugar, una **crisis cambiaria**, que estalló el 17 de agosto de 1998, cuando la autoridad monetaria dejó de defender al rublo; en cuarto lugar, un **deterioro constante de la posición financiera del sector real de la economía**, es decir, una serie de problemas en el manejo empresarial.

En la medida que los cuatro problemas están vinculados entre sí, existen dos formas de abordar la explicación de la crisis rusa; una de ellas, consiste en proceder a analizar cada uno de ellos por separado para luego unirlos; la otra, analizar la evolución de las reformas económicas de la década de 1990 y a la luz de las mismas, estudiar las tendencias de la economía que engendraron las dificultades mencionadas. En lo que sigue, se va a realizar una mixtura de ambos métodos, previa revisión de una de las principales características de funcionamiento de la economía rusa que se acentuó en la década de 1990: la desmonetización.

### 1.3. La desmonetización de la economía rusa

El debate de la desmonetización de la economía rusa, no se ha originado a partir de la crisis de agosto de 1998, sino que está vinculado con la ausencia de reestructuraciones empresariales y las dificultades en el manejo corporativo luego de que Rusia iniciara su programa de privatizaciones a partir de 1992. En el cuadro 7.1 se observa la persistencia de la brecha fiscal; la solución del mismo pasa por aumentar los ingresos tributarios o reducir los gastos gubernamentales; el problema de la primera opción, que a todas luces resulta imprescindible, está relacionado con el grado de **desmonetización de la economía rusa**<sup>3</sup>. Desde este punto de vista, el déficit fiscal sería una causa intermedia de un problema más estructural de la economía rusa. De ahí la relevancia de analizar el problema de la desmonetización, que impide un incremento de los ingresos tributarios.

Desde el punto de vista conceptual, las transacciones no monetarias que, como se verá, devinieron en problemas de atrasos de pagos en todo el sistema, pueden clasificarse de la siguiente manera:

- Trueque puro, donde los bienes se intercambian por bienes.
- Operaciones de compensación (*zachety*), por medio de las cuales una deuda es pagada con bienes; aquí se incluyen los pagos tributarios de las firmas al Gobierno. Dicho de otro modo, las operaciones de *zachety* constituyen entrega de bienes y servicios a cambio de deuda u obligaciones futuras de pago.

3 Se sugiere revisar la siguiente bibliografía: OCDE (2000), Pinto, Drebenstov y Morozov (2000) y Commander, Dolinskaya y Mumssen (2000), documentos que explican el crecimiento y los efectos de las transacciones no monetarias en Rusia.

- Sustitutos monetarios, como notas de compromiso (pagarés o *vecksel*s), emitidos por empresas (en especial los monopolios naturales y las compañías petroleras), bancos y gobiernos.
- Intercambio de deuda, mediante el cual las deudas se cancelan entre sí.

Estas cuatro formas de pagos no monetarios, implican el uso de instrumentos no monetarios; también pueden incluirse los atrasos de pagos (*arrears*), que constituyen un no pago en el sentido estricto. La importancia de estas operaciones no es desdeñable e impone severas restricciones, tanto al establecimiento de precios únicos para los bienes, como a la recaudación tributaria. En el cuadro 7.2 se presenta la información pertinente. Del total de transacciones, en 1998, solo el 43,4% se realizó en efectivo. Los sectores de electricidad y construcción de maquinarias aparecen como los más desmonetizados (19,5% y 14,1% de las transacciones en efectivo). El trueque puro es relevante en el sector agrícola. Esta información que corresponde a 1998, constituye una tendencia a lo largo de la década de 1990 y tiene como correspondencia atrasos en los pagos, que aumentaron de 15% del PBI en 1994 a 40% del PBI en 1998. Entre 1995 y 1998, el 50% del gasto de los gobiernos subnacionales se llevó a cabo bajo formas no monetarias.

**Cuadro 7.2**  
**Tipos de pagos en grandes firmas y monopolios naturales**  
**por rama industrial 1998**  
**(% del total de pagos)**

|                                     | <b>Efectivo</b> | <b>Zachety</b> | <b>Vecksel</b> | <b>Trueque</b> | <b>Otros</b> | <b>Total</b> |
|-------------------------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>Total</b>                        | 43,4            | 29,5           | 11,5           | 7,5            | 8,1          | 100,0        |
| <b>Electricidad</b>                 | 19,5            | 45,2           | 16,7           | 4,1            | 14,5         | 100,0        |
| <b>Combustibles</b>                 | 39,4            | 36,5           | 15,2           | 4,7            | 4,2          | 100,0        |
| <b>Construcción de maquinarias</b>  | 14,1            | 37,4           | 31,3           | 13,5           | 3,7          | 100,0        |
| <b>Construcción</b>                 | 26,0            | 44,6           | 7,8            | 18,5           | 3,1          | 100,0        |
| <b>Transporte</b>                   | 37,4            | 45,8           | 11,0           | 0,3            | 5,5          | 100,0        |
| <b>Industria ligera y alimentos</b> | 69,8            | 12,7           | 4,0            | 7,6            | 5,9          | 100,0        |
| <b>Agricultura</b>                  | 65,1            | 3,3            | 0,5            | 28,6           | 2,5          | 100,0        |
| <b>Comercio</b>                     | 84,4            | 11,6           | 3,2            | 0,3            | 0,5          | 100,0        |

Fuente: OCDE (2000: 87).



En el cuadro 7.3 se presenta la evolución del agregado de los atrasos de pagos en cuatro sectores: industria, agricultura, transporte y construcción, entre 1994 y 1998.

**Cuadro 7.3**  
**Evolución de los no pagos 1994-1998**

|  | 1994 | 1995  | 1996  | 1997  | 1998    |
|--|------|-------|-------|-------|---------|
| <b>Atrasos:</b> miles de millones de rublos                    | 90,4 | 238,9 | 514,4 | 756,1 | 1.056,4 |
| (% del PBI)  | 14,8 | 15,1  | 23,4  | 29,2  | 39,3    |
| De los cuales:   |      |       |       |       |         |
| a. <b>A proveedores:</b> miles de millones de rublos           | 56,4 | 122,3 | 245,9 | 344,7 | 475,1   |
| (% del PBI)  | 9,2  | 7,7   | 11,2  | 13,3  | 17,7    |
| b. <b>Al Gobierno:</b> miles de millones de rublos             | 19,3 | 75,0  | 203,4 | 316,6 | 439,0   |
| (% del PBI)  | 3,2  | 4,7   | 9,2   | 12,2  | 16,4    |
| c. <b>Atrasos en los salarios:</b> miles de millones de rublos | 4,7  | 13,6  | 34,7  | 39,7  | 77,0    |
| (% del PBI)  | 0,8  | 0,9   | 1,6   | 1,5   | 2,9     |
| <b>Atrasos / ventas</b> (en porcentaje)                        | 17   | 22    | 35    | 42    | 50      |

Fuente: Pinto, Drebenstov y Morozov (2000: 3).

Los atrasos de pagos de las empresas al Gobierno aumentaron de 4,7% del PBI en 1995 a 16,4% del PBI en 1996; este es un factor que explica las dificultades del Estado para aumentar sus ingresos tributarios y por ende, reducir el déficit fiscal. Bajo este contexto, no se puede recaudar tributos (al menos en forma monetaria) mediante medidas administrativas, lo que constituye una traba para solucionar el problema fiscal.

¿Cómo explicar el crecimiento de las operaciones no monetarias? Existen varios factores, entre los que destacan el marco institucional heredado de la desaparecida Unión Soviética, los problemas en la implementación de las reformas estructurales y la falta de liquidez en el sector real de la economía (consecuencia de las políticas monetarias y fiscales contractivas puestas en marcha desde 1995).

#### **1.4. La situación fiscal: ¿la clave de la crisis?**

Cualquier analista que revisa las cifras presentadas en el cuadro 7.1, puede estar tentado a concluir que la crisis rusa fue una consecuencia di-

recta de una brecha fiscal insostenible. Más aun, bajo esa premisa, la crisis rusa podría ser explicada por los modelos de primera generación. Sin embargo el asunto no es, ni tan simple, ni tan lineal; esto no significa que la situación fiscal no era un problema, sino que la misma debe asociarse con las dificultades del nuevo marco institucional diseñado e implementado desde 1992.

Cuando un país enfrenta un déficit fiscal las opciones de financiamiento del mismo se reducen a incrementos en la deuda interna y externa y a la emisión inorgánica del banco central. Estas alternativas financian el déficit, pero no solucionan el problema de fondo: las restricciones, tanto al incremento de los ingresos tributarios, como a la reducción del gasto público. En consecuencia, no solo debe analizarse el volumen del déficit, sino los mecanismos de financiamiento del mismo.

Rusia heredó de la Unión Soviética un déficit fiscal financiado con deuda externa; la deuda externa heredada alcanzó US\$ 150 mil millones, a los que habría que agregarle otros US\$ 30 mil millones pactados por Rusia entre 1992 y 1998 (Malki 1999). Como consecuencia, las obligaciones totales del Gobierno ruso con el exterior hacia 1998 eran de US\$ 180 mil millones de dólares. Sin embargo, con relación al PBI, la deuda fluctuaba entre 50 y 55%, magnitud que no era alta; pero, **el análisis de los acreedores externos se basa en la capacidad de pago de la misma, más que en el monto de la deuda.**

Desde 1992, cuando Rusia se independiza de la Unión Soviética, el déficit fiscal además se financió con emisión inorgánica, lo que explicaría los altos niveles de inflación mostrados en el cuadro 7.1. A partir de 1995, cambió el mecanismo de financiamiento, pues el Gobierno emitió **bonos públicos de corto plazo denominados en rublos** (conocidos como GKO, por sus siglas en ruso) primero solo disponibles para rusos para luego extenderse a inversionistas externos. Es decir, hacia mediados de la década de 1990, el correlato del déficit fiscal era un crecimiento desproporcionado, tanto de la deuda pública externa, como de la interna. Los acreedores de los GKO eran bancos rusos, quienes a su vez obtenían la liquidez a través de endeudamiento con el exterior. En otras palabras, los bancos rusos se endeudaban en el exterior con entes privados; luego, con ese dinero, compraban los bonos emitidos por el Gobierno (GKO) y financiaban la brecha fiscal; no obstante, mientras que el repago del Gobierno a los bancos era en rublos, el pago de los bancos privados al exterior era en dólares; de ahí que el compromiso de mantener estable el tipo de cambio era clave. De esta manera, cuando en agosto de 1998 el Gobierno decide suspender sus pa-

gos, se produce la crisis bancaria, pues los bancos mantenían una alta proporción de su cartera en bonos gubernamentales.

Esta conexión entre el sistema bancario y el mecanismo de financiamiento de la brecha fiscal, vinculó al sistema bancario con la situación fiscal y obligaba a mantener estable el rublo. Bajo este contexto, Rusia era una economía vulnerable, pues el problema del déficit radicaba en el servicio o pago anual de la deuda que lo financiaba.

La dificultad de incrementar los ingresos tributarios no solo provenía de la desmonetización de la economía, sino que el código tributario era confuso y contradictorio. La legislación tributaria permitía una considerable cantidad de exoneraciones que facilitaban la evasión (Smolik 1999). La recolección de tributos era ineficiente, pues permitía que las empresas difirieran sus pagos a gran escala (ver cuadro 7.3). En paralelo, el parlamento (*Duma*) aprobaba gastos que no tenían impuestos como contrapartida, lo que incidía en el crecimiento de la brecha fiscal.

### **1.5. El sistema financiero**

En 1989 se inició la construcción de un sistema financiero distinto, al suprimir las trabas al ingreso de nuevas instituciones financieras. Sin embargo, en el ámbito microeconómico, los requerimientos de capital para instalar un banco eran bajos y casi no existían mecanismos de regulación y supervisión. Una prueba de ello es que entre 1992 y 1995, el sector bancario creció en 43%, mientras que el PBI declinó en 30% en el mismo período. Durante los cuatro años mencionados los bancos obtuvieron altas rentabilidades debido a tres factores básicos: en primer lugar, la política del banco central, que consistía en canalizar créditos a las empresas públicas, a tasas de interés bajas y a través del sistema bancario. En segundo lugar, la capacidad de los bancos de obtener depósitos a gran escala, libres de intereses, lo que trajo como resultado un alto margen entre las tasas activas y pasivas, en un entorno de alta inflación (ver cuadro 7.1). En tercer lugar, la conexión de los bancos con el Gobierno.

Antes del *boom* bancario mencionado, el sistema bancario soviético estaba compuesto por un banco que servía como receptor de los depósitos, provenientes del ahorro personal (Sberbank), un banco encargado de administrar las actividades económicas externas (Vneshekonombank) y varios bancos encargados de los sectores agrícola e industrial. Las labores de estas instituciones estaban enmarcadas dentro de los planes quinquenales de la desaparecida Unión Soviética. Cuando esta última colapsa en 1991,

los bancos continuaron en operación como entidades independientes. Luego, entre 1991 y 1994, un gran número de nuevos bancos comerciales obtuvo licencias de operación del banco central. El número total de bancos aumentó de 100 en 1988 a 1500 diez años después (FMI 1999). Muchos bancos eran instituciones que administraban el efectivo de las empresas (*pocket banks*) y por ende fueron actores preponderantes en la especulación del rublo y en la salida de capitales. Otros obtenían grandes beneficios por su vinculación directa con el Gobierno, pues tenían como encargo el manejo del efectivo de las autoridades estatales.

A partir de 1995, se puso en marcha una reforma regulatoria, pero el sector permanecía descapitalizado. Los incrementos de capital, requeridos por el sistema de regulación, eran evadidos mediante diversas prácticas contables, como los aumentos en los fondos mediante préstamos del mismo banco (Perotti 2000). En simultáneo, el aumento de las inversiones en GKO se convirtió en una alternativa rentable, dada la estabilidad del rublo. A fines de 1997, el 30% de los GKO estaba en manos de inversionistas externos, mientras que el 70% restante, era propiedad de los bancos comerciales.

## 1.6. Aspectos monetarios y cambiarios

Desde los primeros meses de 1995, se implementó una política monetaria contractiva con dos objetivos: reducir la inflación y mantener estable el tipo de cambio. Como resultado, la inflación continuó su tendencia decreciente para situarse en 15% en 1997 (ver cuadro 7.1) y la política monetaria ganó en credibilidad y predictibilidad (OCDE 2000). En abril de ese mismo año se promulgó la **Ley del Banco Central**, que le otorgaba independencia a la autoridad monetaria y prohibía, tanto el financiamiento de la brecha fiscal, como el otorgamiento de créditos directos al sistema bancario. Estos desarrollos facilitaron la adopción de un sistema de bandas cambiarias (llamado el corredor del rublo) en julio de 1995, cuando se ubicó el tipo de cambio entre 4,3 y 4,9 rublos por dólar. Para 1996, el piso de la banda se estableció en 4,55 rublos, mientras que el techo de la misma en 6,1 rublos por dólar (FMI 2000a). El objetivo se logró, pues en diciembre de 1996, el tipo de cambio nominal fue 5,56 rublos por dólar.

Sin embargo, en simultáneo con la prohibición del financiamiento monetario del déficit fiscal, ocurrió un crecimiento del mercado de bonos del Gobierno (como se ha visto, se denominaron GKO). Dicho de otro modo, la brecha fiscal se mantuvo, pero el mecanismo de financiamiento

cambió, de un financiamiento inflacionario (préstamos del banco central al Gobierno) a deuda interna y externa (los bonos del tesoro). El *stock* de los GKO's aumentó de 1,2% del PBI en diciembre de 1994 a 12% del PBI a fines de 1997. **Este fue el principal camino de entrada de los flujos de capital externo en los años previos al estallido de la crisis<sup>4</sup>.** Cabe mencionar que el acceso al mercado de los GKO's por parte de no residentes, no estaba permitido de manera oficial hasta inicios de 1996; es decir, la apertura a la inversión en portafolio, en un contexto global de atracción de los mercados emergentes permitió la entrada masiva de este tipo de inversión al mercado de bonos rusos, **cuya finalidad última era financiar el déficit fiscal.** Los inversionistas externos recibirían un rendimiento predeterminado en dólares de 25% a través de contratos cambiarios a futuro establecidos por el banco central. Este **rendimiento seguro** se redujo a 19% en abril de 1996.

Este tipo de operaciones, unido al anuncio de la total liberalización a la entrada y salida de capitales en 1997, colocaba al tipo de cambio en el centro del análisis, pues su estabilidad era clave para mantener el mecanismo. De ahí, que el banco central focalizara su política monetaria no solo en abatir la inflación, sino también en mantener el tipo de cambio, dentro de la banda preestablecida. Este esquema obtuvo mayor credibilidad con la reelección de Yeltsin como presidente de Rusia en 1996.

El problema de fondo estaba en la inconsistencia entre la política fiscal y la política monetaria y cambiaria, pues los avances en estas dos últimas no se lograban en el campo fiscal. En paralelo, la economía rusa mostraba signos de vulnerabilidad ante un cambio en la confianza de los inversionistas externos. El principal de ellos era la acumulación de deuda de corto plazo, denominada en rublos, por parte del Gobierno Central. La participación creciente de inversionistas externos en el mercado de GKO's generaba la necesidad de emitir nuevos bonos con similares características para poder cumplir con el pago de los intereses de los anteriores.

### 1.7. El estallido de la crisis

Las tensiones descritas se incrementaron como consecuencia de la crisis asiática. Rusia era una economía primaria, a juzgar por el sesgo de sus

4 En cuanto a la inversión extranjera directa, en 1997 totalizó US\$ 6,2 miles de millones, comparado con US\$ 2,5 miles de millones del año previo. Los GKO's adquiridos por los no residentes alcanzaron US\$ 11 mil millones en el año anterior a la crisis. (FMI 2000a).

exportaciones. Del total de las exportaciones, el 47% era petróleo y derivados, mientras que el 21% correspondía a minerales. La maquinaria y equipo solo representaban el 10% de las exportaciones y el 8% restante era de productos químicos. Dada esta estructura, la economía rusa estaba sobreexpuesta a los vaivenes de los precios internacionales del petróleo y los minerales, que disminuyeron como consecuencia de la crisis asiática. De esta manera la recesión de Asia Oriental fue uno de los factores que precipitó la crisis, aunque el efecto no solo vino por el lado comercial, sino también por el nerviosismo de los inversionistas externos, que redujeron su exposición en todo el mundo emergente y Rusia no escapó a este fenómeno.

El déficit fiscal financiado con bonos, en manos de bancos e inversionistas externos, unido al problema asiático hacía previsible que la defensa del rublo fuera cada vez más insostenible. Por un lado, la disminución del valor de las exportaciones reducía aun más los ya exiguos ingresos fiscales; por otro, el problema asiático originaba que los acreedores del Gobierno ruso, es decir, aquellos que tenían GKO, optaran por vender sus bonos, comprar dólares con la liquidez obtenida y precipitar una salida de capitales. Entonces, la percepción de que el Gobierno ruso tendría que devaluar (para fomentar sus exportaciones) era un rumor extendido a inicios de 1998; del mismo modo, se cuestionaba la capacidad de repago de los GKO, pues el banco central perdía reservas defendiendo la banda cambiaria. Bajo esas condiciones la situación fiscal se tornaba insostenible, pues si los capitales continuaban su huida, la brecha fiscal no se podría financiar y además se incrementarían las debilidades del sistema bancario.

Bajo este contexto, se produce el colapso cambiario y financiero, lo que se materializó en las siguientes medidas:

- Se procedió a alterar el sistema cambiario en dos etapas. El 17 de agosto se amplió el techo de la banda de 6,2 a 9,5 rublos por dólar, lo que representaba una devaluación de 25%. El 27 de agosto, el banco central había perdido US\$ 2,4 mil millones en el intento de defender el nuevo techo de la banda. En esa fecha, terminan los intentos por intervenir en el mercado cambiario y se reemplaza el sistema de bandas cambiarias por uno de libre flotación. La crisis cambiaria había estallado.
- Se declaró la moratoria de la deuda pública denominada en rublos. En ese mes, el stock de la deuda era de US\$ 61 mil millones, equivalente a 17% del PBI. Esta medida precipitó una crisis bancaria.

Se anunció la moratoria unilateral por 90 días de todas las obligaciones de instituciones financieras rusas con el exterior.

De esta manera, la crisis financiera rusa combinó tres aspectos: en primer lugar, una crisis **cambiaría**, materializada en el abandono del sistema de bandas cambiarias; en segundo lugar, una crisis **fiscal**, manifestada en la imposibilidad de cumplir con sus obligaciones externas; en tercer lugar, una crisis **bancaria**, pues los bancos dependían del pago gubernamental de los bonos del tesoro. Como consecuencia la economía rusa colapsó. Algunos indicadores de la misma son ilustrativos. En el cuadro 7.4 se observa la disminución de las importaciones entre agosto y setiembre de 1998.

**Cuadro 7.4**  
**Disminución de importaciones agosto-setiembre 1998**  
**(en porcentaje)**

| Producto                  | Disminución |
|---------------------------|-------------|
| <b>Frutas y vegetales</b> | 62%         |
| <b>Carne</b>              | 60%         |
| <b>Productos lácteos</b>  | 85%         |
| <b>Medicinas</b>          | 71%         |
| <b>Maquinaria ligera</b>  | 64%         |
| <b>Textiles</b>           | 60%         |

Fuente: Malki (1999: 5).

La devaluación del rublo no solo incidió en la drástica reducción de las importaciones mostrada en el cuadro 7.4, sino también paralizó al sistema bancario. A pesar de que la moratoria de la deuda externa protegió, de manera temporal, a los bancos rusos de los acreedores externos (en el sentido de que no tendrían que pagar), **también hacía imposible que los bancos cumplieran con sus depositantes**, pues la mayoría de los activos de los bancos estaba constituida por bonos del tesoro (GKO) que fueron congelados por la misma moratoria. Esto originó un **colapso en el sistema de pagos**, pues las empresas no podían pagar a sus proveedores y empleados y los individuos no tenían de dónde obtener liquidez para su sustento diario. La mitad de los 1.500 bancos rusos se declararon insolventes. El efecto más severo estuvo en el hecho de que millones de personas per-

dieron sus ahorros, cuando los bancos, de un momento a otro, entraron en insolvencia y cerraron sus puertas.

La respuesta inicial de las autoridades ante la crisis bancaria fue la inyección de liquidez, pues como consecuencia de la crisis, Rusia perdió acceso al mercado internacional de capitales. Esta medida, unida a la devaluación del rublo determinó el rebrote inflacionario de setiembre de 1998. La política monetaria contractiva posterior y la falta de liquidez contribuyó a la reducción de la inflación (4,5% y 5,7% en octubre y noviembre de 1998). Pese a ello, los efectos sociales fueron devastadores.

Como consecuencia, en 1998, el PBI cayó en -4,9% de acuerdo con el FMI; sin embargo, otros estimados apuntan a una reducción de los niveles de actividad mayores que 10%; la inflación mensual que se había mantenido por debajo de 1% entre enero y julio de 1998, aumentó a 3,7% en agosto y a 38,4% en setiembre. No es de extrañar que el nivel de pobreza se incrementara a 30%. Así, el colapso de la economía rusa fue un resultado directo de una crisis de deuda y de un colapso bancario.

A pesar de ello, Rusia no sufrió una hiperinflación posterior a la crisis; la razón estuvo en la implementación de una política monetaria contractiva. En el ámbito microeconómico, la inyección de liquidez, luego del colapso, se basó en la necesidad de pagar las obligaciones, tanto internas como externas. La paradoja rusa consistió en que el grado de desmonetización de la economía, permitió implementar una política monetaria contractiva. Inclusive, antes de la crisis de agosto, las transacciones monetarias ya se habían reducido en forma considerable en el sector real de la economía. Por eso no se perdió control sobre la política monetaria.

## **1.8. Hacia una síntesis de la crisis rusa**

La crisis rusa fue el resultado de factores estructurales, comunes a otras economías en transición. La adherencia al libre mercado, iniciada en 1989, no estuvo acompañada de la creación del marco institucional necesario para el funcionamiento del mercado. Esta dificultad estructural se manifestó cuando Rusia inició la apertura externa de los mercados financieros. La brecha fiscal fue financiada, en un comienzo con emisión inorgánica (hasta 1995) y luego con bonos del tesoro público (GKO), que eran adquiridos por inversionistas externos, atraídos por los altos rendimientos de los mismos. En otras palabras, el ingreso de capitales, en la forma de inversión en portafolio (que no solo son volátiles, sino además de corto plazo) comenzó a desempeñar un papel preponderante en el



financiamiento, no solo de la brecha fiscal, sino también en los activos bancarios. Los bancos obtenían fondos del exterior, con los cuales compraban bonos del tesoro denominados en rublos. De este modo, el problema fiscal estaba conectado con el sistema bancario. En simultáneo, el establecimiento de un sistema de bandas cambiarias (llamado el corredor del rublo), combinado con una política monetaria contractiva permitía la estabilidad del tipo de cambio, lo que reducía el riesgo cambiario (en el sentido de que los bancos tomaban dólares del exterior y compraban los bonos del tesoro en rublos).

El Gobierno ruso reconocía que la situación fiscal era problemática; sin embargo, si se toma en cuenta el grado de desmonetización de la economía, la solución al mismo, no podía hacerse vía un aumento en ingresos tributarios, por lo que la brecha fiscal era un aspecto de compleja solución, al menos en el corto plazo. No obstante, el déficit fiscal podía ser financiado con el ingreso de capitales, a través de la compra de bonos del tesoro.

Bajo este contexto estructural, ocurrió la crisis asiática, que determinó que los precios de los productos primarios disminuyeran de manera considerable, lo que acentuó la disminución de los ingresos fiscales<sup>5</sup>. Esta situación detonó un cambio en las expectativas de los inversionistas, lo que unido al problema fiscal crónico, cuestionó la capacidad del Gobierno ruso de cumplir con sus obligaciones externas. Por eso, desde 1997 se inicia una salida de capitales (los acreedores comenzaron a cobrar sus bonos), lo que presionó al tipo de cambio. Ante ello, el banco central defendió al rublo (es decir, perdió reservas) y aumentó las tasas de interés para mantener atractiva a la economía; además, en 1997 anunció que el tipo de cambio se mantendría estable entre 6,2 y 6,3 rublos por dólar hasta el año 2000. Sin embargo, en un entorno de salida de capitales, la defensa del tipo de cambio se hacía cada vez más insostenible. En diciembre de 1997, el nivel de reservas se redujo de US\$ 23 mil millones a US\$ 17 mil millones.

Estos hechos demuestran que hacia 1997, la vulnerabilidad de la economía rusa ante una eventual reversión de capitales ya era una preocupación extendida entre las autoridades. En esas circunstancias existían tres preguntas con respecto de la posibilidad de mantener la estabilidad finan-

5 No debe olvidarse que alrededor del 60% de las exportaciones rusas era petróleo y derivados y minerales, cuyos precios se determinan en los mercados mundiales.

ciera en Rusia. En primer lugar, la posición fiscal. El ingreso de capitales disminuía y ya no existían condiciones favorables para el endeudamiento externo, por lo que la mejoría fiscal dependía de los avances en el campo estructural. En segundo lugar, la declinación de los precios internacionales de las materias primas. En tercer lugar, el deseo de la comunidad financiera internacional de comprometer recursos para un eventual salvataje de la economía rusa.

Las tres cuestiones eran complicadas; en el primer semestre de 1998 la recaudación tributaria se redujo y continuó la disminución de los precios internacionales. Para 1998, se estimaba que el 40% de los gastos gubernamentales tendría como destino el servicio de la deuda. En mayo de 1998 colapsó uno de los bancos rusos más grandes (Tokobank), debido a su incapacidad de servir su deuda externa de corto plazo. A mediados de julio se aprobó un paquete de rescate, liderado por el FMI, por US\$ 22,7 miles de millones de dólares y representó la última esperanza de mantener la política monetaria y prevenir un colapso financiero en el corto plazo. Sin embargo, fue insuficiente y la crisis de agosto se tornó en inevitable.

A inicios de agosto, los precios de los bonos disminuyeron, por lo que los bancos optaron por vender sus GKO en un intento desesperado, tanto por cumplir con sus obligaciones monetarias externas, como por evitar el riesgo cambiario. A fines de la primera semana de agosto las tasas de interés habían subido a niveles altos, un considerable número de bancos se encontraba en una situación de moratoria, se había quebrado el sistema de pagos y se produjo una corrida bancaria. En ese contexto, el 17 de agosto se anuncia, el abandono de la defensa del rublo y la moratoria de la deuda pública y privada. El pánico generado por estas medidas depreció el rublo de 6 a 16 rublos por dólar entre mediados de agosto y fines de setiembre. La inyección de liquidez del banco central incrementó las presiones sobre el tipo de cambio. Con posterioridad, los programas de rescate (condicionados a reformas estructurales) y el aumento del precio internacional del petróleo permitieron retomar la estabilidad de la economía a inicios de 1999.

Si Rusia hubiera cumplido en 1999 con todas sus obligaciones externas, habría tenido que usar el 80% de los ingresos tributarios (OCDE 2000). De ahí que la estrategia consistiera en diferenciar la deuda de la Federación Rusa de la heredada de la extinta Unión Soviética. Se optó por cumplir con los pagos de la primera, mientras que con respecto de la segunda, se iniciaron diversos procesos de reestructuración. En el mismo sentido se reestructuró el pago de los GKO mediante diversos esquemas.

En resumen, el lento avance de las reformas estructurales fue una de las principales razones que determinaron la vulnerabilidad de la economía rusa durante el período de transición hacia una economía de mercado. Si bien es cierto se avanzó en algunos campos, como la liberalización de precios y las privatizaciones, no se puede afirmar lo mismo con respecto del desarrollo institucional y legal que sirve como fundamento para que el mercado pueda funcionar de la manera esperada. La ausencia de derechos de propiedad definidos con claridad, el débil manejo corporativo y la falta de disciplina bancaria son solo algunos ejemplos.

La crisis rusa tuvo un fuerte impacto sobre todo el mundo emergente. La percepción externa con respecto de que otros países pudieran seguir el mismo camino (en el sentido de declarar moratorias de sus deudas), generó una salida de capitales de todas las economías emergentes, entre ellas el Perú. Por eso no es de extrañar la sequía crediticia en América Latina, posterior a la crisis rusa, que sumió a la región en una profunda recesión. El colapso ruso se extendió por todo el mundo. Los capitales que salieron del mundo emergente tuvieron como destino principal la compra de bonos del tesoro de Estados Unidos, lo que determinó un ciclo expansivo de crecimiento en este país.

## ***2. La crisis de Brasil***

### **2.1. Introducción**

En enero de 1999, luego de fuertes presiones especulativas y a pesar de contar con un programa de rescate liderado por el FMI, Brasil se vio obligado a devaluar el real. De esta forma, finalizó el uso del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, que se había institucionalizado desde la puesta en marcha del plan real en 1993. Si bien es cierto que toda devaluación no siempre constituye una crisis, el entorno previo de Brasil, caracterizado por el uso del tipo de cambio como un ancla antiinflacionaria, generó la sensación de que las autoridades **no habían podido defender al tipo de cambio**. Desde esa óptica se trató de una crisis cambiaria, pero como se verá más adelante, **los problemas fiscales y el contagio originado por la crisis rusa** de cinco meses atrás, también desempeñaron un papel.

Los aspectos cambiarios están relacionados con implementación del **plan real** en 1994, que ancló el tipo de cambio en un contexto de un

significativo influjo de capitales. Sin embargo, subyacente al mismo, existía un crónico y persistente déficit fiscal, financiado con deuda pública. En consecuencia, Brasil fue víctima de la inestabilidad de los mercados internacionales de capitales, pero además tenía problemas fundamentales, que impedían una consolidación fiscal. La unión de estos tres elementos (el plan real, las dificultades fiscales y el contagio internacional), determinaron la salida de capitales que obligó a las autoridades brasileñas a abandonar la defensa del tipo de cambio.

Brasil es el quinto país del mundo en términos, tanto de área como de población; además, produce el 40% del PBI de América Latina y medido por este mismo indicador, es la octava economía del planeta. Esto la convierte en un **referente regional** para los inversionistas externos. Sin embargo, Brasil ha sido un país con una alta tradición inflacionaria; prueba de ello es que desde 1986 ha pasado por diversos programas de estabilización económica: al Plan Cruzado (1986) lo siguieron el Plan Bresser (1987), el Plan Verano (1988), el Plan Collor (1990) y el Plan Real (1994). Como se verá más adelante, el Plan Real fue el único que tuvo éxito en abatir la inflación, pero no logró combatir uno de los principales problemas estructurales del gigante latinoamericano: el **desbalance fiscal** crónico y persistente.

En el ámbito político, en 1985 y luego de dos décadas de gobiernos militares, Brasil retornó a la democracia y se promulgó una nueva Constitución en 1988. La segunda elección libre ocurrió en octubre de 1994, resultando triunfador **Fernando Henrique Cardoso**, quien asumió el mando en enero de 1995 por un período de cuatro años. Cardoso había sido ministro de Finanzas entre abril de 1993 y abril de 1994. En octubre de 1998, Cardoso fue reelecto hasta el año 2003. El éxito en el control de la inflación, a través de la implementación del Plan Real, fue el activo más relevante de su primer período, lo que facilitó su reelección. En el cuadro 7.5 se presentan algunos indicadores seleccionados. En primer lugar, se observa una recuperación de los niveles de actividad (medidos por la evolución del PBI) entre 1993 y 1997, para luego caer en 1998 y mostrar una tímida recuperación en 1999. En segundo lugar, es notable la tendencia hacia la reducción de la inflación entre 1993 y 1998. En tercer lugar, la balanza comercial se tornó negativa desde 1995, mientras que la balanza en cuenta corriente mantuvo un patrón negativo desde 1993 (la brecha externa creció de US\$ 500 millones en 1993 a US\$ 33,6 miles de millones en 1998). La contrapartida fue el crecimiento en el ingreso de capitales, que alcanzó un pico en 1996, para luego declinar en

los tres años siguientes. Una tendencia similar se observa en el nivel de reservas. En cuarto lugar, la brecha fiscal se mantuvo por encima de 5% del PBI en todo el período analizado.

**Cuadro 7.5**  
**Brasil: indicadores macroeconómicos**

|                              | 1992 | 1993 | 1994 | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>PBI (% de variación)</b>  | -0,5 | 4,9  | 5,9  | 4,2   | 2,7   | 3,6   | -0,1  | 1,0   |
| <b>Inflación</b>             | 1149 | 2708 | 909  | 14,8  | 9,3   | 7,5   | 1,7   | 8,9   |
| <b>Saldo comercial</b>       | 15,2 | 13,3 | 10,4 | -3,4  | -5,5  | -8,3  | -6,4  | -1,2  |
| <b>Cuenta corriente</b>      | 6,1  | -0,5 | -1,6 | -18,0 | -23,1 | -30,9 | -33,6 | -25,1 |
| <b>Cuenta capitales</b>      | 25,2 | 10,1 | 14,2 | 28,8  | 33,7  | 25,9  | 20,7  | 13,9  |
| <b>Reservas brutas</b>       | 23,7 | 32,2 | 38,8 | 51,8  | 60,1  | 52,2  | 44,6  | 36,3  |
| <b>Brecha fiscal (% PBI)</b> | 7,1  | 9,9  | 8,0  | 7,2   | 5,9   | 6,1   | 8,1   | 10,0  |

Fuente: elaboración propia. El saldo comercial, la cuenta corriente, la cuenta de capitales y el nivel de reservas están expresados en miles de millones de dólares.

## 2.2. El Plan Real: antecedentes e implementación

Brasil es un país con larga tradición inflacionaria, vinculada con diversos **mecanismos de indexación** de los distintos precios de la economía. Hasta antes de 1993 y por más de tres décadas, los salarios, alquileres y otros contratos financieros estaban indexados al nivel de precios. Por momentos, la frecuencia de ajuste llegó a ser trimestral e inclusive mensual. Esto devino en una inflación promedio mensual de 20% en los treinta años previos a la implementación del plan real<sup>6</sup>. Hasta 1993, **la indexación se basó en la inflación anterior y no en el tipo de cambio.**

Esta característica de la economía brasileña tiene raíces históricas. La indexación se institucionalizó a partir de 1964, durante el primer gobierno militar de Castelo Branco. En ese año se introdujo la **corrección monetaria**, un sofisticado mecanismo de indexación que ajustaba impuestos, tarifas y algunos contratos financieros al nivel de precios, pero no el tipo de

6 Entre 1981 y 1994 la tasa anual de inflación fue mayor que 100% en todos los años, a excepción de 1986. Por eso, la reducción de la inflación crónica se convirtió en el foco de la política económica.

cambio ni los salarios. Esto último se justificó para evitar las consecuencias inflacionarias de la indexación salarial y permitir correcciones de los desequilibrios externos. Además, el Gobierno emitía las Obligaciones Reajustables del Tesoro Nacional (ORTN), que eran bonos de deuda pública con maduraciones de uno a veinte años, que se ajustaban de manera automática a la inflación anterior más un interés de 6% anual. El objetivo era evitar el financiamiento del déficit fiscal a través de la expansión monetaria. Esta medida llevó a un crecimiento de la deuda pública.

Con el tiempo, la ORTN se convirtió en un referente para otros precios; inclusive el valor de la ORTN pasó a denominarse unidad de referencia del capital (UPC). Desde 1967, durante el gobierno de Costa e Silva, la indexación se expandió por todas las áreas de la economía. Como consecuencia de ello, entre 1974 y 1985, la indexación y la inflación no solo aumentaron, sino que los mecanismos tradicionales para abatirla (políticas monetarias y fiscales contractivas) resultaban inapropiados. **El proceso inflacionario se tornó inercial, por lo que su eliminación pasaba por eliminar la indexación.** Entonces aparecieron diversos planes de estabilización para lograr el objetivo, pero sin éxito. Al Plan Cruzado de 1986, le siguieron otros, denominados Bresser, Verano y Collor; no obstante, la inflación seguía su tendencia creciente. Estos programas tuvieron como elemento común el congelamiento inicial de precios por decreto y el posterior abandono del mismo (y por ende el retorno a la indexación y a la inflación). A inicios de 1990, la inflación anual era de 3000%. En ese entorno fue electo Fernando Collor de Mello como presidente. El Plan Collor de 1990 redujo drásticamente la liquidez. Además, se procedió a congelar arbitrariamente por 17 meses dos tercios de la oferta monetaria, lo que incluía depósitos, fondos mutuos, bonos federales, estatales y municipales, así como bonos privados. Este **congelamiento financiero** fue imparable.

El programa también contenía elementos relacionados con reformas estructurales, como la liberalización comercial y privatizaciones. Sin embargo, en 1992, Collor fue defenestrado del poder por una serie de escándalos de corrupción y asumió el cargo, el vicepresidente Itamar Franco. La salida

7 La crisis de la deuda de 1982, que determinó la denominada década perdida para América Latina, es un factor adicional. Hasta antes de la década de 1980, Brasil había recurrido a préstamos de la banca comercial internacional para financiar, tanto la inversión pública, como las importaciones de petróleo. Cuando estas líneas de crédito se interrumpen, el país profundiza la crisis.

de Collor llevó a una nueva escalada inflacionaria. Fue en esas circunstancias que se aplicó el Plan Real, bajo el liderazgo del entonces ministro de Finanzas, Fernando Henrique Cardoso.

Esta característica de Brasil, unida a factores externos, determinó que el crecimiento económico entre 1981 y 1992 fuera modesto y errático<sup>7</sup>. El ingreso per cápita declinó a un promedio de 0,5% anual y el PBI real creció en promedio solo 1,4% anual. Este lento crecimiento fue acompañado de una contracción en la tasa de inversión, que disminuyó de 23% del PBI en 1980 a 17% del PBI entre 1981 y 1992. En ese contexto, el retorno a la democracia y la promulgación de la constitución de 1988, magnificó las presiones fiscales para atacar los problemas de pobreza y de desigualdad de ingresos.

De esta manera, **hacia 1993 las dificultades macroeconómicas de la economía brasileña eran claras: una brecha fiscal creciente y una alta inflación**. Ante ello se puso en marcha el plan real, con el objetivo de controlar la inflación, asociándola con la necesidad de un ajuste del sector público y la ruptura de los mecanismos de indexación de los precios a la inflación de algún período anterior. El plan real se implementó en tres etapas, cada una de las cuales estaba relacionada con un **ajuste fiscal**, una **reforma monetaria** y la implementación de un **ancla cambiaria**. La secuencia de las medidas fue la siguiente:

- A mediados de 1993, se puso en marcha la primera etapa del plan de estabilización, denominado **Programa de Acción Inmediata**, con el objetivo de lograr el equilibrio fiscal, que se conceptualizaba como la principal causa de la inflación brasileña. Entre las principales medidas anunciadas, destacaron la recuperación de los ingresos tributarios federales, la reestructuración de la deuda de los estados y municipios, un mayor control de los bancos estatales y el perfeccionamiento del programa de privatizaciones, que se había iniciado durante el gobierno de Collor.
- En marzo de 1994 se inició la segunda etapa, consistente en la creación de una unidad de referencia, denominada **Unidad de Valor Real (URV)**, cuyo objetivo era eliminar la indexación de precios a la inflación anterior y en lugar de ellos, indexarlos a la URV. Para ello, el valor de la URV en cruzeiros reales era fijado, con una periodicidad diaria por el Banco Central, para mantenerlo alineado con el tipo de cambio. De manera gradual, los salarios, contratos, precios y tarifas fueron fijándose en URV. Así, la URV se convirtió en un ancla

antiinflacionaria, que serviría como punto focal, respecto del cual, se configuraría la estructura de precios relativos.

- El 1° de julio de 1994, la URV fue instituida como moneda, tomando el nombre de real. Los contratos que todavía estaban denominados en cruzeiros reales se convirtieron en reales de acuerdo con la paridad de ese día (1 real = 2.750 cruzeiros reales) y se cambió a esa tasa la moneda anterior por la nueva. De esta manera desaparecieron, tanto la URV como los cruzeiros reales. En paralelo, la paridad cambiaria se fijó en 1 real = 1 dólar, pero no se congeló por ley el tipo de cambio y se dejó que el Ministerio de Hacienda evalúe los criterios para la futura evolución del real. En marzo de 1995, se formalizó un sistema de bandas cambiarias, por lo que la paridad inicial no tuvo vigencia. Por ejemplo, en octubre de 1994, el real se apreció, tanto en términos nominales como reales, pues su cotización se ubicó en 0,829 reales por dólar. El 31 de diciembre de 1997, el tipo de cambio se encontraba en 1,1 reales por dólar.

Es claro que el plan real fue exitoso en abatir la inflación (ver cuadro 7.5); sin embargo, el uso de un ancla cambiaria para el logro del objetivo planteó otros dilemas. En primer lugar, en un contexto de ingreso de capitales, el tipo de cambio, tanto nominal como real tiende a apreciarse. En segundo lugar, compromete, tanto el equilibrio externo como el fiscal. En el cuadro 7.5 puede observarse cómo el saldo comercial se torna negativo a partir de 1995. El financiamiento del mismo se logró a través de un superávit en la cuenta de capitales, es decir, el ingreso de capitales financió la brecha externa<sup>8</sup>. Para ello, las autoridades brasileñas mantuvieron **altas tasas de interés** para que el diferencial de las mismas con respecto de las tasas de interés externas, incentivara el ingreso de capitales. En tercer lugar, si bien es cierto, se eliminó la indexación con respecto de la inflación anterior, se generó una indexación al tipo de cambio. De este modo, la inflación se mantendría baja, siempre y cuando el ancla cambiaria no se modificara (Cinquetti 2000).

8 Desde esa óptica, el nivel de reservas internacionales se convirtió en una variable crucial para asegurar la estabilidad cambiaria; a su vez, el monto de las mismas dependía del superávit en la cuenta de capitales; es decir, el ingreso de capitales aseguraba que el banco central comprara dólares (para evitar que el tipo de cambio nominal disminuyera) de modo que aumentaran las reservas. A mayor cantidad de reservas, mayor probabilidad de defender con éxito el tipo de cambio ante una eventual salida de capitales.



El abatimiento de la inflación aumentó la popularidad de Cardoso, quien fue reelecto en 1998. El crecimiento económico entre 1994 y 1997 fue de 4% promedio anual y el mismo no se debió a una reducción en las tasas de interés; por ejemplo, entre junio de 1995 y diciembre de 1998, la tasa de interés pasiva real fue de 22% anual. El *boom* brasileño se originó en un aumento de los salarios reales, consecuencia de la reducción de la inflación. Este incremento en el consumo derivó en un aumento de las importaciones de bienes duraderos. Las altas tasas de interés atraían capital externo que permitían financiar el *boom* de crecimiento y la creciente brecha externa. Como sostiene Eliana Cardoso, “Nevertheless, because the anchored exchange rate appreciated under high interest rates and heavy capital inflows, Brazilian policymakers faced complex and often contradictory policy choices as they attempted to sustain growth against the backdrop of rising fiscal and trade deficits and volatile capital flows” (Cardoso 2000: 75).

### **2.3. El problema fiscal**

En primer lugar, conviene realizar algunas precisiones teóricas. Desde el punto de vista del FMI, el elemento clave del colapso cambiario brasileño fue la ausencia de una solución coherente y sostenible del persistente y crónico desequilibrio fiscal. Esta visión no es compartida por algunos economistas, como Sachs (1999), quien sostiene que con el plan real, se abatió la inflación, mientras que la brecha fiscal continuó su tendencia creciente. Por lo tanto, la inflación puede reducirse sin que la causa de la misma (como lo diagnostica el FMI) sea la brecha fiscal. Inclusive el mismo autor sostiene que el déficit fiscal fue originado en la inflación (debido a las altas tasas de interés de la deuda pública, condición necesaria para mantener atractivo el financiamiento vía bonos) y no a la inversa.

El asunto es discutible. Por un lado, los déficit fiscales brasileños no eran financiados con emisión, sino con deuda pública (emisión de bonos), por lo que no implicaban un aumento neto de la liquidez. Por otro, la existencia de una brecha fiscal financiada con deuda, puede ser percibida por los inversionistas en forma negativa, pues estos evalúan de manera constante la capacidad de repago de la misma. Si en determinado momento, perciben que el pago futuro de la deuda pública no es creíble, entonces optan por dejar de comprar bonos e intentan cobrar los existentes. El temor a una moratoria genera una salida de capitales que precipita el colapso cambiario.

Con estas ideas en mente, el plan real se inició con el compromiso de controlar los déficit fiscales. Sin embargo, como puede observarse en el cuadro 7.6, la posición fiscal mostró un deterioro a partir de 1995. El balance operacional, que incluye el pago de intereses por concepto de deuda, pasó de un superávit en 1994 a un déficit en el resto de la década, mientras que el resultado primario (que excluye los intereses) declinó entre 1995 y 1997.

**Cuadro 7.6**  
**Situación fiscal (% del PBI)**

|                                 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Balance primario</b>         | 0,4  | -0,1 | -1,0 | 0,0  | 3,1  |
| <b>Balance operacional</b>      | -5,0 | -3,8 | -4,3 | -7,5 | -3,7 |
| <b>Financiamiento doméstico</b> | -6,4 | -4,9 | -2,2 | -4,5 | -0,6 |
| <b>Financiamiento externo</b>   | 2,0  | 0,9  | -0,7 | -2,2 | -2,3 |
| <b>Emisión</b>                  | -0,6 | 0,2  | -1,4 | -0,8 | -0,8 |

Fuente: elaboración propia.

El deterioro del resultado primario en 1996 se debió a un incremento de 43% en las pensiones, lo que siguió a un aumento del salario mínimo en 1995. No obstante, las dos terceras partes del déficit fiscal están explicadas por el sistema de pensiones y seguridad social, que muestra una **falta de relación entre las contribuciones y los beneficios**<sup>9</sup>. La información siguiente muestra algunos datos ilustrativos:

- La edad promedio de retiro de los brasileños es de 49 años de edad.
- En el sector público, las dos terceras partes de aquellos que se jubilaron en 1998 eran menores de 55 años y 14% menores de 45 años.
- En el sector privado, 15 mil personas de aquellos que se jubilaron en 1997 eran menores de 40 años.
- En 1999, el pago por concepto de jubilación, equivalió a 5% del PBI y al doble del gasto social del Gobierno en el sector salud.
- En 1999, el 75% del déficit fiscal provino de pagos por jubilaciones a 3 millones de ex empleados del sector público.

9 En 1998 el sistema previsional tuvo un déficit de US\$ 40 mil millones (5% del PBI), que explicó el 66% del déficit fiscal de ese año.

- Una gran mayoría de brasileños tienen más años de jubilados que años de trabajo efectivo.
- Los funcionarios públicos se jubilan y reciben el 100% de su último ingreso, así como todo aumento posterior que se entregue al titular del cargo. Además, solo desde 1992 aportan al sistema; de ahí que quienes subsidian a los jubilados del sector público sean los contribuyentes y los empleados del sector privado.

Este problema con el sistema de seguridad social, que está en la raíz del problema fiscal no es simple de solucionar, pues las propuestas del poder ejecutivo siempre encuentran trabas en el Congreso. La situación social hace complejo el tema; Brasil es uno de los países con mayor desigualdad de ingresos del mundo; prueba de ello, es que el 20% más pobre recibe el 3,4% del ingreso nacional, mientras que el quintil más rico recibe el 64,1% del mismo. Esta tensión social obstaculiza cualquier reforma que en el corto plazo deteriore aun más la situación.

El desbalance fiscal ha sido financiado con deuda pública, que aumentó de US\$ 320,5 miles de millones (44,7% del PBI) en 1995 a US\$ 449,3 miles de millones en 1998 (64,3% del PBI). En el cuadro 7.7 se presenta la evolución de la deuda pública, interna y externa, así como la deuda externa privada, entre 1995 y 1999.

**Cuadro 7.7**  
**Deuda pública y privada 1995-1999**  
**(miles de millones de dólares)**

|                        | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Pública interna</b> | 111,5 | 169,5 | 228,9 | 267,9 | 213,9 |
| <b>Aumento (en %)</b>  | 52,7  | 48,7  | 35,4  | 24,4  | 6,1   |
| <b>Pública externa</b> | 94,6  | 94,6  | 85,6  | 103,0 | 104,7 |
| <b>Privada externa</b> | 34,7  | 51,5  | 82,1  | 117,3 | 114,4 |

Fuente: elaboración propia.

En el cuadro 7.8 se presenta la deuda interna neta del sector público como porcentaje del PBI, entre 1994 y 1999, por instrumentos y por deudor.

**Cuadro 7.8**  
**Deuda interna neta del sector público**  
**(en % del PBI)**

|                                | 1994 | 1995 | 1996 | 1997  | 1998  | 1999  |
|--------------------------------|------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>TOTAL</b>                   | 20,7 | 24,9 | 29,4 | 30,2  | 36,0  | 37,0  |
| <b>1. Por instrumentos</b>     |      |      |      |       |       |       |
| <b>a. Bonos</b>                | 16,2 | 21,4 | 27,8 | 32,7  | 37,8  | 40,9  |
| <b>b. Deuda bancaria</b>       | 3,4  | 4,8  | 4,9  | 0,6   | 1,4   | 0,4   |
| <b>c. Otros</b>                | 1,1  | -1,3 | -3,3 | -3,1  | -3,2  | -2,1  |
| <b>2. Por deudor</b>           |      |      |      |       |       |       |
| <b>a. Gobierno federal</b>     | 6,4  | 9,8  | 14,3 | 16,8  | 21,1  | 21,1  |
| <b>Bonos</b>                   | 11,5 | 15,6 | 21,4 | 28,2  | 35,4  | 37,6  |
| <b>Otros</b>                   | -5,1 | -5,8 | -7,1 | -11,4 | -14,3 | -16,5 |
| <b>b. Estados y municipios</b> | 9,4  | 10,3 | 11,2 | 12,5  | 13,7  | 14,6  |
| <b>Bonos</b>                   | 4,7  | 5,8  | 6,4  | 4,5   | 2,4   | 1,1   |
| <b>Otros</b>                   | 4,7  | 4,5  | 4,8  | 8,0   | 11,3  | 13,5  |
| <b>c. Empresas públicas</b>    | 5,0  | 4,9  | 3,9  | 0,9   | 1,3   | 1,2   |

Fuente: FMI (2001: 221).

Otro aspecto relevante es la composición de la deuda pública externa por tipo de acreedor, información que se presenta en el cuadro 7.9.

**Cuadro 7.9**  
**Deuda pública externa por tipo de acreedor**  
**(miles de millones de dólares)**

|                        | 1995 | 1996 | 1997 | 1998  | 1999  |
|------------------------|------|------|------|-------|-------|
| <b>Banca comercial</b> | 8,9  | 9,8  | 11,1 | 12,4  | 10,4  |
| <b>Gobiernos</b>       | 18,9 | 15,5 | 13,2 | 13,2  | 12,1  |
| <b>Multilaterales</b>  | 10,0 | 10,0 | 10,0 | 21,0  | 28,1  |
| <b>Bonos</b>           | 53,7 | 54,5 | 49,0 | 49,5  | 51,7  |
| <b>Otros</b>           | 3,1  | 4,8  | 2,3  | 6,9   | 2,4   |
| <b>Total</b>           | 94,6 | 94,6 | 85,6 | 103,0 | 104,7 |

Fuente: elaboración propia.

En el cuadro 7.10 se presenta la deuda en bonos emitidos por el Gobierno Federal, dividida entre la deuda indexada y la no indexada.

**Cuadro 7.10**  
**Deuda en bonos emitidos por el Gobierno Federal**  
**(en miles de millones de reales y en % del total)**

|                              | 1995  | %    | 1996  | %    | 1997  | %    | 1998  | %    | 1999  | %    |
|------------------------------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|-------|------|
| <b>TOTAL</b>                 | 108,4 |      | 176,2 |      | 255,5 |      | 323,8 |      | 414,9 |      |
| <b>No indexada</b>           | 46,3  | 42,7 | 107,4 | 61,0 | 104,5 | 40,9 | 11,3  | 3,5  | 86,2  | 20,8 |
| <b>Indexada</b>              | 62,1  | 57,3 | 68,7  | 39,0 | 150,9 | 59,1 | 312,4 | 96,5 | 328,6 | 79,2 |
| <b>-A la tasa de interés</b> | 40,9  | 37,8 | 32,7  | 18,6 | 88,8  | 34,8 | 223,6 | 69,1 | 205,3 | 49,5 |
| <b>-Al tipo de cambio</b>    | 5,2   | 5,3  | 16,5  | 9,4  | 39,2  | 15,4 | 68,0  | 21,0 | 100,5 | 24,2 |
| <b>-A otros índices</b>      | 15,4  | 14,2 | 19,4  | 11,0 | 22,8  | 9,0  | 20,8  | 6,4  | 22,7  | 5,5  |

Fuente: FMI (2001: 222).

Los cuadros 7.7, 7.8, 7.9 y 7.10 presentan tres aspectos relevantes. En primer lugar, la deuda pública interna ha sido más relevante en el financiamiento del déficit fiscal con relación a la externa. En segundo lugar, entre los acreedores externos, destacan los tenedores de bonos. Brasil es un país con acceso a los mercados internacionales de capitales, es decir, emite bonos expresados en dólares y los pone a la venta en el exterior; con ello financia su brecha fiscal. Sin embargo, dada la turbulencia financiera internacional de la segunda parte de la década anterior, una de las formas de mantener atractiva la opción de comprar bonos brasileños era a través de altas tasas de interés. Esto compromete la capacidad de repago futura de los mismos (pues a mayor tasa de interés, mayor deuda pública) y presiona a Brasil a mantener los equilibrios macroeconómicos. Ello pasa por solucionar el problema fiscal, pues los bonos financian la brecha, pero no eliminan el déficit. En tercer lugar, en el cuadro 7.10 se observa que a partir de 1997 la deuda indexada superó a la no indexada; más aun, la mayoría de ella estaba indexada a la tasa de interés, que se incrementó como mecanismo de defensa del tipo de cambio.

Dicho de otro modo, ante una presión cambiaria, la autoridad monetaria elevaba la tasa de interés de corto plazo; como consecuencia, podía tener algún éxito en defender el tipo de cambio, pero al mismo tiempo elevaba la deuda pública en reales, lo que comprometía aun más la situación fiscal. Esta vulnerabilidad se hace evidente a partir de los cuadros presentados.

## 2.4. El sector externo

Durante la década de 1990, Brasil experimentó un ciclo completo de los movimientos de capitales. En primer lugar, luego de la restricción al acceso de capitales externos en la década de 1980 (que fue común a toda la región), se produjo un fuerte influjo de capitales privados. En segundo lugar, los flujos causaron dificultades en el manejo macroeconómico, por la tendencia a la apreciación cambiaria, pues el plan real abatió la inflación gracias a la cuasifijación del tipo de cambio<sup>10</sup>. La unión de estos dos primeros elementos generó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. En tercer lugar, luego de la crisis rusa de agosto de 1998, una serie de eventos llevaron a una salida de capitales, que culminaron con la crisis de enero de 1999, cuando las autoridades monetarias (luego de infructuosas defensas del real), dejaron flotar al real. En el cuadro 7.11 se presenta una síntesis de la evolución de la balanza de pagos entre 1995 y 1999.

**Cuadro 7.11**  
**Balanza de pagos**  
**(en miles de millones de dólares)**

|                                   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>1. Cuenta corriente</b>        | -18,09 | -23,12 | -30,92 | -33,62 | -25,06 |
| % del PBI                         | 2,56   | 2,98   | 3,83   | 4,27   | 4,74   |
| <b>Saldo comercial</b>            | -3,47  | -5,54  | -6,85  | -6,59  | -1,21  |
| <b>Servicios</b>                  | -18,59 | -20,48 | -26,28 | -28,80 | -25,89 |
| - Pago de intereses               | -8,16  | -9,17  | -10,39 | -11,95 | -15,27 |
| <b>2. Cuenta de capitales</b>     | 31,57  | 32,27  | 22,97  | 15,89  | 14,54  |
| <b>Inversión extranjera neta</b>  | 5,05   | 16,07  | 20,81  | 20,62  | 30,04  |
| <b>a. Conversión de deuda</b>     | 0,31   | 0,29   | 0,66   | 2,17   | 1,20   |
| <b>b. Inversión directa</b>       | 3,61   | 9,98   | 17,08  | 25,87  | 29,99  |
| <b>c. Inversión en portafolio</b> | 2,29   | 6,04   | 5,30   | -1,85  | 1,35   |
| <b>3. Reservas netas</b>          | 51,0   | 59,9   | 34,6   | 23,4   | 29,2   |

Fuente: FMI (2001: 243).

10 A pesar de que en sus inicios el plan real fijó el tipo de cambio en 1 dólar = 1 real, en la práctica el real se apreció en términos nominales (el 14 de octubre de 1994 se ubicó en 0,829 reales por dólar) para luego depreciarse hasta 1,2087 reales por dólar el 31 de diciembre de 1998. Además, en marzo de 1995, se instituyó un sistema de bandas cambiarias, de acuerdo con el cual, la autoridad monetaria fijaría el piso y el techo de la

La balanza de pagos muestra un deterioro de la cuenta corriente entre 1995 y 1998; en este último año, como porcentaje del PBI, la brecha externa fue de 4,27%. La tendencia es el resultado del comportamiento del saldo comercial (influido por la apreciación cambiaria) y del pago de intereses. El financiamiento del déficit en la cuenta corriente puede observarse en la cuenta de capitales; en ella el aumento de la inversión extranjera a partir de 1996 fue significativo, especialmente la inversión extranjera directa, que pasó de US\$ 3,61 miles de millones en 1995 a US\$ 25,87 miles de millones en 1998. Esta tendencia fue opuesta a la de la inversión en portafolio, que sufrió una brusca declinación en 1998. Al igual que en el caso de las crisis anteriores, se observa que **la volatilidad de la inversión en portafolio es mayor que la mostrada por la inversión directa**. El cuadro 7.12 confirma la afirmación anterior, pues muestra el movimiento de los capitales de corto y largo plazo. A partir de 1997, es decir, cuando estalla la crisis de Asia Oriental, aquellos de corto plazo se tornan negativos, lo que demuestra su mayor sensibilidad a las turbulencias financieras internacionales.

**Cuadro 7.12**  
**Movimientos de capitales**  
**(en miles de millones de dólares)**

|                                 | 1995  | 1996  | 1997   | 1998   | 1999   |
|---------------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| <b>Capitales de largo plazo</b> | 6,55  | 12,94 | 20,34  | 35,83  | -4,11  |
| <b>Capitales de corto plazo</b> | 18,83 | 5,75  | -17,53 | -27,29 | -0,24  |
| <b>Errores y omisiones</b>      | 1,14  | -2,40 | 1,22   | -3,74  | 0,00   |
| <b>TOTAL</b>                    | 13,48 | 9,14  | -7,95  | -17,72 | -10,52 |

Fuente: FMI (2001: 244).

La reversión de capitales de corto plazo a partir de 1997, unido a la vinculación de los mismos con la situación fiscal (la deuda pública externa, como se ha visto, estaba financiada con bonos colocados en los mercados financieros internacionales), presentó un panorama complejo para los diseñadores de política económica. El plan real, exitoso en reducir la inflación, descansaba en el uso del tipo de cambio como ancla antiinflacionaria.

banda. De esta manera, la devaluación promedio anual, de entre 1994 y 1998 fue 7% (Goldfajn 2000).

Sin embargo, en una economía abierta, los movimientos en la direccionalidad de los capitales externos, presionan a la autoridad monetaria a defender el tipo de cambio, sea mediante la venta de dólares o aumentos en la tasa de interés.

## **2.5. El contagio de la crisis rusa y el estallido de la crisis**

La existencia de desequilibrios fiscales y externos crecientes y la estructura de la deuda pública, que generaron que las finanzas del Gobierno fueran muy sensibles a los cambios en la tasa de interés, convirtieron a Brasil en una economía vulnerable ante los cambios en las expectativas de los inversionistas, quienes percibían que el tipo de cambio era insostenible.

Luego de la puesta en marcha del plan real, la economía brasileña fue sujeta de tres choques exógenos: el Efecto Tequila (1995), la crisis asiática (1997) y la crisis rusa (1998), La reacción de las autoridades en los tres casos fue similar: aumento en las tasas de interés y compromiso de sanear las finanzas públicas. La estrategia tuvo éxito en los dos primeros casos, pero no en el tercero.

La razón estuvo en que la crisis rusa de agosto de 1998, incluyó una moratoria de la deuda pública interna y externa. Cuando las autoridades brasileñas elevan la tasa de interés como respuesta a la crisis rusa, la deuda pública brasileña, que tenía una porción importante indexada a la tasa de interés (ver cuadro 7.10) se elevó, lo que incrementó los temores de los acreedores brasileños de una moratoria, similar a la rusa. Entonces, aumentan la salida de capitales; dicho de otro modo, el aumento en la tasa de interés generó un efecto contrario al esperado. Así, el contagio ruso no operó por el lado comercial, sino más bien por las expectativas de los inversionistas en dos sentidos: por un lado, percibían como insostenible al tipo de cambio y por otro, temían una moratoria de la deuda pública. El pánico de los inversionistas externos se unió al ataque especulativo de los residentes, de modo que resultó imposible continuar con la defensa del tipo de cambio (Goldfajn y Baig 2000).

En agosto de 1998 (en simultáneo con la moratoria rusa) y a pesar del aumento en las tasas de interés, se produjo una salida de capitales de US\$ 12 mil millones; en setiembre huyeron otros US\$ 18 mil millones. En solo dos meses, Brasil había disminuido su nivel de reservas en US\$ 30 mil millones.

En esas circunstancias, las autoridades iniciaron un diálogo con el FMI, entidad que lideró un paquete de rescate por US\$ 41,8 miles de millo-



nes en noviembre de 1998<sup>11</sup>. El programa del FMI comprometía a Brasil a lograr un superávit primario de 3% del PBI, de modo que se interrumpiera el crecimiento del ratio deuda pública/PBI hacia el año 2000. Alrededor de dos tercios de la mejora en las finanzas del Gobierno debía venir de medidas tributarias. El anuncio del paquete de rescate tranquilizó a los mercados financieros, pero los temores se incrementaron en diciembre cuando quedó clara **la resistencia del Congreso en aprobar las reformas, en especial aquellas relacionadas con el sistema de seguridad social.**

El **detonante de la crisis** ocurrió el 6 de enero de 1999, cuando el gobernador de Minas Gerais, Itamar Franco (ex presidente del país), anunció una moratoria de 90 días de la deuda del mencionado estado con el Gobierno Central, que ascendía a US\$ 18,3 miles de millones de dólares. El 13 de enero renuncia al cargo de presidente del Banco Central, Gustavo Franco, uno de los arquitectos del Plan Real, y es reemplazado por Francisco Lopes, quien en un intento de controlar la devaluación del real amplía la banda de flotación en 9%<sup>12</sup>. Sin embargo, la salida de capitales continuó; solo el 14 de enero huyeron US\$ 2 mil millones de dólares. **El 15 de enero se anuncia la libre flotación del real** que se depreció en 21% con respecto del nivel que tenía tres días atrás. Entre el 13 de enero y el 2 de febrero la devaluación acumulada fue de 40% y ese día el Gobierno designó a Arminio Fraga como nuevo presidente del Banco Central.

## 2.6. El manejo posterior a la crisis

A pesar de los pronósticos negativos, luego de la flotación del real, la inflación no se desbocó, el PBI no colapsó, el Gobierno no se vio obligado a reestructurar su deuda pública y de manera lenta, las tasas de interés nominales y reales disminuyeron. ¿Cómo puede explicarse el comportamiento descrito? El elemento central para la restauración de la confianza fueron las acciones tomadas, tanto en la política fiscal como en la monetaria (Cardoso 2000). Además de ello, el temor a una crisis de mayor escala, posibilitó que el Congreso aprobara una reforma del sistema de pensiones e inclusive un impuesto temporal a las transacciones financieras, medidas que habían sido rechazadas por el mismo ente en 1998. A fines del primer

11 El FMI se comprometió a aportar US\$ 18,3 miles de millones, el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, US\$ 4,5 miles de millones cada uno y US\$ 14,5 miles de millones, 20 gobiernos extranjeros.

12 Como consecuencia de la devaluación del real de 9%, ocurrida el 13 de enero, la deuda pública externa de 61 mil millones de reales se incrementó en 10 mil millones.

trimestre de 1999, el Gobierno Central exhibió un superávit primario de US\$ 5,6 mil millones, lo que generó confianza en la reducción del ratio deuda pública/ PBI.

La política monetaria desempeñó un papel crucial. Cuando Fraga asume la Presidencia del Banco Central (2 de febrero de 1999), reafirma su compromiso de mantener la libre flotación del real; sin embargo, había que encontrar una nueva forma de evitar rebrotes inflacionarios posteriores. Brasil optó por implementar un sistema de **metas inflacionarias explícitas** (*inflation targeting framework*). La discusión inicial se centró en los riesgos de preanunciar una inflación objetivo para el año 2000, si se considera que el país solo un mes antes había sido sujeto de una crisis. La autoridad monetaria no podía fallar, pues ello hubiera puesto en marcha una nueva etapa de turbulencia.

Ante ello, se optó por una solución secuencial. En marzo de 1999, se planteó que el objetivo era reducir la inflación a un dígito y que la meta explícita anual se daría a conocer en el mes de junio. De esta manera, se transitó de un ancla cambiaria (vigente entre junio de 1994 y enero de 2001) a un ancla monetaria<sup>13</sup>. En simultáneo, la inflación originada en la devaluación de enero, disminuyó las tasas reales de interés. El banco central reaccionó a través de la elevación de las tasas nominales de interés. No obstante, en la medida que las expectativas inflacionarias disminuyeron, las tasas nominales de interés siguieron el mismo camino, a pesar de que en abril y mayo aún se encontraban entre las más altas del mundo (45% anual). Otro elemento por considerar fue el paquete financiero del FMI, pues calmó el pánico de los inversionistas en el sentido de que el Gobierno sí honraría sus compromisos externos de corto plazo.

En síntesis, la respuesta inicial ante la crisis fue una combinación de políticas monetarias y fiscales contractivas con metas inflacionarias explícitas (*target inflation*), además de un soporte financiero externo. En los meses siguientes y en forma gradual, se extendieron los períodos de maduración de la deuda doméstica del Gobierno de seis meses a un año. En junio de 1999, tal como estaba previsto, se anunciaron las metas explícitas de inflación: 8% para 1999, 6% para el año 2000 y 4% para el año 2001<sup>14</sup>. La

13 El 8 de marzo de 1999, Brasil firmó una carta de intención con el FMI; la anterior fue acordada el 13 de noviembre de 1998.

14 El hecho de cumplir en junio con el anuncio realizado en marzo de anunciar las metas inflacionarias, aumentó la credibilidad de la autoridad monetaria. La inflación de 1999 fue 8,9%.

transición de una ancla cambiaria a una monetaria serviría como patrón de referencia para los agentes económicos, tanto internos como externos. La diferencia con otras experiencias estuvo en que las metas inflacionarias no se anunciaron, de manera inmediata, después de la flotación del real (Fraga 2000).

## **2.7. Lecciones de la crisis e impactos**

La devaluación del real brasileño en enero de 1999 fue el resultado de un problema fiscal no resuelto, magnificado por los efectos de la crisis rusa. El creciente déficit fiscal había sido financiado por deuda externa e interna, ambas indexadas a la tasa de interés o al tipo de cambio. En paralelo el plan real descansaba en el uso del tipo de cambio nominal como ancla antiinflacionaria, que originó que el real se sobrevaluara, lo que impactó en un aumento de la brecha externa.

Como el éxito de la reducción de la inflación estuvo en el ancla cambiaria, el banco central debía defenderlo, vía una pérdida de reservas o aumentos en la tasa de interés. Cualquier aumento en la tasa de interés, elevaba la deuda pública y colocaba en situación de riesgo el repago de la misma. Cuando estalla la crisis rusa, los inversionistas externos reasignan su posición en los mercados emergentes (entre ellos Brasil) y buscan plazas, que a pesar de que ofrecen una menor rentabilidad, brindan mayor seguridad. En esas condiciones, dado el creciente déficit fiscal, disminuyó la capacidad de repago externa de Brasil. En la medida que el congreso no aprobaba las medidas propuestas por el ejecutivo para resolver la cuestión fiscal, la percepción externa era que Brasil no podría pagar su deuda externa, tanto privada como pública que, como se ha visto, tomó la forma de bonos.

La crisis rusa originó una situación de pánico entre los inversionistas que optaron por retirar sus capitales de Brasil. Si bien es cierto, la fuente del contagio luego de la moratoria rusa, fue un factor exógeno a las economías emergentes, el contagio afecta a los países de distinta manera, en función de la posición de los fundamentos de cada economía. La crisis de Brasil no fue un contagio puro, pues las debilidades fiscales y la ausencia de mecanismos para abandonar el ancla cambiaria (dada la sobrevaluación del real), eran dificultades no resueltas.

En ese contexto, las autoridades optaron por defender el tipo de cambio nominal, es decir, se resistieron a una devaluación. Sin embargo, la defensa cambiaria (a través de venta de dólares o aumentos en la tasa de

interés) tiene un límite, pues la misma ya no tiene sentido cuando la percepción de los agentes económicos es que la devaluación es inevitable. En síntesis, la crisis brasileña fue el resultado de un desbalance fiscal y su mecanismo de financiamiento (deuda externa e interna, en gran parte indexada a la tasa de interés) unido a una sobrevaluación del real.



## VIII

### ***El impacto de las crisis financieras internacionales en América Latina***

*In contrast to the crises of the 1980s and 1994-1995, when Latin America was at the center of the problem, in the current financial turmoil the region found itself almost as an “innocent bystander”, hit by consecutive shock waves in financial and commodity markets.*

Alberto Padova (1999: 127)

#### **1. El ingreso de capitales hacia América Latina**

Hasta inicios de la década de 1970, América Latina casi no tenía acceso al mercado financiero internacional de capitales privados. En esa época, predominaban los flujos de capital provenientes de los organismos financieros multilaterales, como el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo. Desde mediados de la década de 1970, la situación cambió, en la medida que **la liquidez internacional privada aumentó**, como consecuencia del reciclaje de los petrodólares. En la mayoría de los países, los fondos (provenientes de la banca privada internacional) fueron captados por los gobiernos para financiar déficit fiscales, mientras que en algunos de ellos, como Argentina y Chile fueron canalizados a través del sector privado<sup>1</sup>. Sin embargo, caben tres observaciones; en primer lugar, los tipos de cambio se apreciaron; en segundo lugar, los niveles de ahorro interno permanecieron bajos, lo que aparecía inconsistente con un crecimiento no solo rápido sino sostenido; en tercer lugar, una proporción alta de esos fondos sirvió para financiar consumo o proyectos de inversión de dudosa rentabilidad (Edwards 1998).

En agosto de 1982 México anunció a la comunidad financiera internacional que no podía honrar sus obligaciones financieras con la banca privada internacional, lo que inició la denominada **crisis de la deuda**. Esta acción provocó una reacción adversa en el exterior, pues la banca

1 Argentina y Chile habían iniciado reformas a favor del libre mercado.

decidió retirar sus fondos de toda la región; el factor clave fue el temor de que la posición mexicana se extendiera en América Latina y se produjo una salida de capitales en manada. Por esa razón, desde 1983, los países de la región vieron cerrado su acceso a fondos de capital privados del exterior. Este factor determinó la llamada **década perdida** para América Latina, que se materializó en un retroceso del crecimiento regional en la década de 1980. La respuesta oficial consistió en iniciar operaciones de reestructuración de deuda, bajo la supervisión y apoyo del FMI y del Banco Mundial, a cambio de programas de ajuste estructural.

En marzo de 1989 el enfoque oficial con respecto de la crisis de la deuda cambió, pues se reconoció que estaba en el interés de todos los agentes proveer de esquemas de reducción de deuda. En ese mes, el secretario del Tesoro de los Estados Unidos, Nicholas Brady anunció una iniciativa de **reducción voluntaria de aquella parte de la deuda concertada con la banca privada internacional**. Nació así el Plan Brady, que fue acogido por diez países de la región entre 1989 y 1997, quienes llegaron a acuerdos para reducir la carga de su deuda externa; para que un país sea elegible, debía comprometerse a poner en marcha reformas económicas orientadas hacia el libre mercado.

Fue así que, desde 1990, la mayoría de países de América Latina, se embarcó en profundas reformas estructurales que contenían varios elementos en común: **programas de estabilización** (cierre de la brecha fiscal para reducir la inflación y generar una balanza en cuenta corriente sostenible), **apertura de las economías a la competencia internacional**, tanto de bienes como de capitales y **esquemas de privatización y desregulación**, con el objetivo de redefinir el papel del Estado en la economía.

En este nuevo contexto, **desde 1991, América Latina estuvo en condiciones de atraer capital privado externo**. Dicho de otro modo, el plan Brady y las reformas de libre mercado que lo acompañaban, generó un amplio ingreso de capitales, que llevó a que algunos investigadores se refirieran al mismo como **el problema del ingreso de capitales** (Calvo, Leiderman y Reinhart 1993). América Latina había pasado de una situación de escasez de recursos privados externos a una de abundancia.

Este entorno determinó que **el crecimiento del mercado de deuda** para la región aumentara en volumen, tipos de instrumentos y número de inversionistas y agentes económicos involucrados. Los inversionistas fueron atraídos por el crecimiento potencial y los altos rendimientos esperados de la mayoría de los países, en la medida que estos implementaban

reformas estructurales liberales. Este crecimiento fue afectado por una serie de eventos que permitieron observar **la vulnerabilidad regional ante choques externos, localizados en los mercados financieros**. La primera interrupción ocurrió a mediados de diciembre de 1994, luego de que la devaluación del peso mexicano provocara un contagio regional, denominado Efecto Tequila, que deprimió los mercados de las economías de la región durante los primeros meses de 1995. La confianza de los inversionistas se recuperó a mediados de 1995, luego del rescate de la economía mexicana y el ingreso de capitales privados continuó hasta 1997, cuando estalló la crisis asiática. El contagio de la misma a Rusia, llevó a que esta última declarara la moratoria de su deuda externa pública y privada en agosto de 1998; esta vez, el contagio financiero se extendió por todas las economías emergentes; la nueva pérdida de confianza de los inversionistas originó, entre otros factores, la devaluación del real brasileño en enero de 1999 (véase capítulo siete).

## ***2. El mercado internacional de bonos para América Latina***

Un elemento esencial del financiamiento externo en la década de 1990 fue el acceso creciente al mercado internacional de bonos. Los países emitieron bonos en los mercados internacionales y con ello accedieron a fondos frescos del exterior. La importancia de los mismos no es desdeñable, pues se convirtieron en la segunda fuente de financiamiento internacional después de la inversión extranjera directa (IED). En esa década, la IED alcanzó US\$ 37 mil millones, seguida por la emisión de bonos (US\$ 12 mil millones), préstamos de la banca privada internacional (US\$ 10 mil millones), inversión en portafolio (US\$ 8 mil millones) y préstamos oficiales, que apenas llegaron a US\$ 2 mil millones. La tendencia fue clara: el capital privado fue más importante con relación a las fuentes oficiales, que estuvieron relacionadas con los programas de rescate a México en 1995 y a Brasil en 1999 (Bustillo y Velloso 2000).

El elemento central de esta tendencia fue el plan Brady, que redefinió la integración financiera de América Latina a la economía global. México fue el primer país de la región en lograr un acuerdo Brady en 1989; se estableció así un estándar para las siguientes operaciones de este tipo. En el cuadro 8.1 se presentan los acuerdos Brady de América Latina, que permitieron un rápido acceso al mercado primario de capitales.



**Cuadro 8.1**  
**América Latina: acuerdos Brady con la banca privada internacional**

| <b>País</b>                 | <b>Fecha</b>   | <b>% de reducción de deuda</b> |
|-----------------------------|----------------|--------------------------------|
| <b>México</b>               | Marzo 1990     | 35                             |
| <b>Costa Rica</b>           | Mayo 1990      | n.d.                           |
| <b>Venezuela</b>            | Diciembre 1990 | 30                             |
| <b>Uruguay</b>              | Febrero 1991   | n.d.                           |
| <b>Argentina</b>            | Abril 1993     | 35                             |
| <b>Brasil</b>               | Abril 1994     | 35                             |
| <b>República Dominicana</b> | Agosto 1994    | 35                             |
| <b>Ecuador</b>              | Febrero 1995   | 45                             |
| <b>Panamá</b>               | Mayo 1996      | 45                             |
| <b>Perú</b>                 | Noviembre 1996 | 45                             |

Fuente: Bustillo y Velloso (2000: 10).

Cada acuerdo Brady se materializó no solo en la reducción de la deuda con la banca privada internacional, sino en la emisión de nuevos bonos (llamados **bonos Brady**), susceptibles de ser transados en mercados secundarios. En el ámbito mundial, el 87,10% de los bonos Brady fueron emitidos por América Latina. Por países, destacaron Brasil (29,82% del total regional), México (21,72%), Argentina (14,98%) y Venezuela (10,92%). El Perú representó el 2,87%. Sin embargo, la naturaleza del contagio financiero originó que la importancia del porcentaje de la emisión de bonos brady no fuera la única variable relevante; por ejemplo, Ecuador, que significó el 3,61% de los bonos Brady emitidos, anunció en 1999 la moratoria de los intereses de sus bonos, lo que impactó de manera negativa en la percepción del resto de países de la región.

Lo cierto es que luego de la implementación de los acuerdos Brady, el *stock* de deuda soberana transable de las economías emergentes aumentó de manera significativa. La mayoría del crecimiento ocurrió entre 1995 y 1997. De US\$ 645 mil millones en diciembre de 1994 aumentaron a US\$ 1,2 billones en diciembre de 1997. Entre 1997 y 1999 tuvo un crecimiento más modesto y alcanzó US\$ 1,4 billones a fines de 1999.

América Latina, como se ha mencionado, representaba la proporción más alta del mercado de deuda en la década de 1990. A fines de 1999, la deuda soberana transable latinoamericana mostraba un *stock* de US\$ 575,5 mil millones; de ese total, la deuda doméstica explicaba el 33%, mientras

que la deuda externa, el 57%. La deuda doméstica estaba expresada en monedas locales (52% del total), eurobonos (27%), bonos brady (16%), mientras que solo una pequeña proporción (5%) era deuda interna expresada en monedas fuertes (Bustillo y Velloso 2000). Por regiones, América Latina representaba el 75% del volumen de deuda transada por el mundo emergente, seguido por Europa del Este (9%) y Medio Oriente (7%). Por países, Brasil era el más importante (36%), seguido por Argentina (15%), México (14%), Turquía (7%), Rusia (6%) y Venezuela (4%). Esa es la razón por la cual, **Brasil, Argentina y México se convirtieron en los referentes regionales de los inversionistas externos.** Sus altos volúmenes de deuda transados en los mercados internacionales hicieron que los inversionistas realizaran un seguimiento de la capacidad de pago de estos países; si alguno de ellos presentaba problemas, el temor de que el resto siguiera por el mismo camino hacía que no distinguieran a un país de otro, sino que evaluaran a la región como un todo. El volumen de los bonos emitidos por América Latina pasó de US\$ 2,8 mil millones en 1990 a US\$ 54,4 mil millones en 1997, para luego disminuir en los dos años siguientes. Esta misma tendencia fue experimentada por las condiciones de endeudamiento, que también se deterioraron luego de 1997. La maduración de los bonos se mantuvo estable entre 1989 y 1995 (tres a cuatro años en promedio), aumentó a ocho años en 1996 y a quince años en 1997; luego, disminuyeron a menos de ocho años a fines de 1997 y a seis años en el último trimestre de 1999, luego de la crisis rusa, la devaluación brasileña y la moratoria de Ecuador. Los costos de endeudamiento, medidos por el riesgo país, siguieron la misma tendencia (ver acápite 3 en este mismo capítulo).

### **3. El riesgo país y la desaceleración productiva 1998-1999**

La naturaleza de la participación en América Latina frente a la crisis financiera internacional ha sido cambiante. Salvo por la crisis mexicana de 1994-95, hasta 1997, la región experimentaba tasas de crecimiento aceptables, tal como se presenta en el cuadro 8.2.

**Cuadro 8.2**  
**América Latina: tasas de crecimiento del PBI 1993-2000**

|                  | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Argentina</b> | 5,9  | 5,8  | -2,9 | 5,5  | 8,0  | 3,9  | -3,4 | 0,0  |
| <b>Bolivia</b>   | 4,3  | 4,8  | 4,7  | 4,5  | 4,9  | 5,4  | 0,6  | 2,0  |
| <b>Brasil</b>    | 4,5  | 6,2  | 4,2  | 2,5  | 3,5  | -0,1 | 0,9  | 3,9  |
| <b>Chile</b>     | 6,6  | 5,1  | 9,1  | 6,9  | 6,8  | 3,1  | -1,1 | 5,6  |
| <b>Colombia</b>  | 5,2  | 6,1  | 5,2  | 2,1  | 3,4  | 0,4  | -4,3 | 3,0  |
| <b>Ecuador</b>   | 2,2  | 4,4  | 3,0  | 2,3  | 3,9  | 1,0  | -7,3 | 2,0  |
| <b>México</b>    | 1,8  | 4,4  | -6,1 | 5,4  | 6,8  | 5,0  | 3,7  | 7,1  |
| <b>Paraguay</b>  | 4,0  | 3,0  | 4,5  | 1,1  | 2,4  | -0,6 | 0,5  | 1,5  |
| <b>Perú</b>      | 5,7  | 13,6 | 8,6  | 2,3  | 8,6  | 0,1  | 1,4  | 3,6  |
| <b>Uruguay</b>   | 2,2  | 5,9  | -1,9 | 4,4  | 4,5  | 4,3  | -3,2 | -1,0 |
| <b>Venezuela</b> | -0,4 | -3,7 | 5,9  | -0,4 | 7,4  | 0,4  | -6,1 | 3,0  |

Fuente: Cepal (2000b: 36).

En 1997, todos los países de la muestra presentada experimentaron tasas positivas de crecimiento; sin embargo, en 1998, a excepción de Bolivia, redujeron sus tasas de crecimiento, situación que se deterioró aun más en 1999<sup>2</sup>. Esta tendencia regional permite plantear la hipótesis de que fueron **factores exógenos y comunes a la región** los que determinaron el punto de inflexión ocurrido a partir de 1998. Si se compara la tasa de crecimiento del PBI en 1999 frente a la de 1997, la caída fue de -12,1% en Argentina, -2,8% en Brasil, -8,6% en Chile, -7,5% en Colombia, -10,7% en Ecuador, -3,2% en México, -4,2% en Perú y -12,9% en Venezuela (Herrera, Perry y Quintero 2000).

Entre los factores exógenos destacan la reversión de capitales externos y el fenómeno de El Niño (este último factor de particular importancia para Perú y Ecuador). América Latina transitó de un entorno caracterizado por una amplia afluencia de capitales (hasta 1997) hacia uno opuesto desde 1998; es decir, hubo un **cambio en la dirección del flujo de capitales**. De lo anterior no debe inferirse que los factores domésticos no desempeñaron un papel, pues tanto las **condiciones iniciales**, como la posición

2 La tasa de crecimiento promedio de América Latina y el Caribe disminuyó de 5,4% en 1997 a 2,1% en 1998 y 0,4% en 1999 (Cepal 2000b). La desaceleración solo es comparable con la experimentada en 1982.

fiscal, la apreciación cambiaria y el marco institucional, así como la respuesta de las autoridades económicas ante la reversión de capitales (entre las cuales destacan los aumentos en la tasa de interés, tanto para defender el tipo de cambio como para mantener atractivo al país) **también influyeron en el desempeño macroeconómico**. Diversos estudios econométricos comprueban que más del 60% de la reducción del nivel de actividad regional entre 1998 y 1999 se debió a factores exógenos, entre los que destaca el contagio financiero (Herrera, Perry y Quintero 2000).

En general, una característica común de las economías emergentes es que poseen un alto grado de **debilidad macroeconómica**, que se manifiesta en un elevado nivel del denominado **riesgo país** (Rodríguez 2000: 171). Este indicador se define como el retorno adicional demandado por el inversionista para colocar sus fondos en una economía emergente en lugar de hacerlo en un país de menor riesgo, como Estados Unidos o Alemania. El riesgo país se mide a partir del diferencial entre el retorno de un bono emitido en monedas fuertes por una economía emergente y el rendimiento de un bono similar, emitido en la misma moneda por un país libre de riesgo<sup>3</sup>. **La magnitud del diferencial depende de las expectativas de los acreedores con respecto a la recuperación de su inversión**. A mayor diferencial, mayor riesgo país. En la medida que el riesgo país se incrementa, disminuye la probabilidad de que los inversionistas opten por comprar bonos emitidos por los países emergentes, es decir, reducen su exposición en las economías emergentes. Otra manera de entender el riesgo país es a partir de la tasa de interés que los mercados financieros internacionales cobran a una economía emergente por acceder a fondos. Cuando aumenta la percepción de riesgo de una economía emergente, resulta más caro acceder a recursos frescos, en comparación a la menor tasa de interés que le cobrarían a una economía de menor riesgo. En consecuencia, exigen una tasa mayor de interés que compense el riesgo al cual se exponen.

De ahí que en condiciones de turbulencia internacional, los inversionistas opten por alternativas de menor riesgo, a pesar de que ofrecen una menor rentabilidad. Dicho de otro modo, prefieren comprar bonos emitidos por economías libres de riesgo que aquellos colocados en los mercados financieros internacionales por las economías emergentes; así, sacrifican rentabilidad incierta por seguridad; a este fenómeno se le denomina

3 El diferencial se denomina *country risk premium* o margen de riesgo.

**flight to quality.** Esto último determinó el *boom* de crecimiento de Estados Unidos a fines de la década anterior.

En términos técnicos, el diferencial de riesgo se mide en puntos básicos, donde 100 puntos básicos equivalen a 1% por encima de los bonos equivalentes emitidos por el tesoro de Estados Unidos. A manera de ejemplo, en el cuadro 8.3 se presenta el margen promedio sobre los bonos del tesoro el 18 de marzo de 1999; la clasificación fue realizada por JP Morgan, una de las principales clasificadoras de riesgo en el ámbito mundial. Desde luego, la evaluación cambia en el tiempo, en función de la percepción de los acreedores respecto de la recuperación de su dinero. En el ejemplo, el mayor margen lo tenían Rusia, Ecuador, Venezuela y Brasil, que a esa fecha eran, de acuerdo con JP Morgan, los países más riesgosos y por ende menos atractivos como plazas de inversión.

**Cuadro 8.3**  
**Primas de riesgo: países seleccionados**

| <b>Emisor del bono</b> | <b>Margen promedio sobre bonos del Tesoro de los Estados Unidos (puntos básicos)</b> |
|------------------------|--|
| <b>Argentina</b>       | 722  |
| <b>Brasil</b>          | 1081   |
| <b>Ecuador</b>         | 3167   |
| <b>México</b>          | 787  |
| <b>Panamá</b>          | 409  |
| <b>Perú</b>            | 555  |
| <b>Polonia</b>         | 303  |
| <b>Rusia</b>           | 6026   |
| <b>Venezuela</b>       | 1473   |

Fuente: Rodríguez (2000: 172).

La actividad económica se afecta de manera directa por el riesgo país a través de su impacto en los flujos de inversión. Los efectos pueden ser de corto plazo, en la medida que el país recobra credibilidad en los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, ser riesgoso es costoso. Además, el riesgo país suele moverse en la misma dirección que el riesgo región, lo que significa que los mercados financieros internacionales evalúan las perspectivas de América Latina en forma conjunta. Es posible que el origen de esta percepción regional se encuentre en la crisis de Asia, pues en ella la crisis iniciada en Tailandia se extendió por los demás países de la subregión.

Esto explica los diversos esfuerzos de las economías emergentes para mejorar su apariencia ante los ojos de los inversionistas, lo que implica avanzar en el campo institucional y en un manejo cuidadoso de las políticas macroeconómicas. **En una economía globalizada abierta a los flujos internacionales de capital, los principales jueces de la situación macroeconómica son los inversionistas.** Desde el punto de vista objetivo la afirmación anterior es una realidad, más allá que en el campo normativo puedan existir desacuerdos. De alguna manera es el costo de la globalización. Los inversionistas en los mercados internacionales no tienen ideología, sentimientos ni nacionalismos; por eso, los flujos internacionales de capitales responden de manera más rápida que cualquier otra variable económica. Pueden interrumpirse de un momento a otro, como señal de sus expectativas con respecto de un cambio en la política económica. El efecto de una rápida reversión de capitales, tanto en la estructura financiera como productiva de una economía, es drástico, pues los países en desarrollo requieren del capital externo, dado el bajo nivel de ahorro interno que ostentan.

La globalización de la década de 1990 difiere de aquella ocurrida en las décadas previas. Entre 1960 y 1970, una proporción significativa de los fondos a los países en desarrollo era canalizado a través de los organismos multilaterales. Desde 1990 es más complicado acceder a fondos multilaterales cuyo objetivo sea financiar proyectos de desarrollo, que no sean justificados por reglas de eficiencias basadas en criterios de mercado. Más bien, en la década anterior, la mayoría de fondos de organismos multilaterales ha tomado la forma de programas de salvataje, ante las crisis. Por lo tanto, la dependencia de los flujos internacionales privados de capital adquirió una mayor importancia relativa.

#### **4. El impacto de la crisis asiática**

Los efectos de la crisis asiática en América Latina se comenzaron a sentir a partir de octubre de 1997. Entre julio y agosto el único elemento observable fue la declinación del precio mundial del cobre, aunque ello se debió más a condiciones propias de su mercado; sin embargo, la crisis asiática profundizó su disminución (Morales y Tuesta 1998). El escenario cambió en octubre, cuando la caída en los índices bursátiles se expandió por otros países asiáticos, como Japón, Singapur, Taiwán y Hong Kong, más allá de aquellos afectados en un inicio (Tailandia, Filipinas, Malasia e Indonesia).

En esas circunstancias, las bolsas y los sistemas financieros latinoamericanos sintieron el choque externo, cuyas manifestaciones fueron las caídas bursátiles y el aumento del riesgo país. Algunos países, ante el temor de enfrentar ataques especulativos elevaron sus tasas de interés; otros, sintieron el efecto meses después, a inicios de 1998. En este último grupo se encuentra el Perú, como puede observarse en el cuadro 8.4, en el cual se muestra la tasa de crecimiento trimestral del PBI desde el cuarto trimestre de 1997.

**Cuadro 8.4**  
**Perú: tasas de crecimiento del PBI trimestral 1997-2000**  
**(variaciones porcentuales)**

|             | Trim1 | Trim2 | Trim3 | Trim4 | Total año |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------|
| <b>1997</b> | 6,7   | 7,8   | 6,7   | 5,7   | 6,7       |
| <b>1998</b> | 3,5   | -3,0  | 0,2   | -1,9  | -0,4      |
| <b>1999</b> | -0,7  | 2,1   | -0,1  | 4,2   | 1,4       |
| <b>2000</b> | 6,3   | 5,1   | 3,5   | -0,4  | 3,6       |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. *Boletín Semanal*, varios números.

A partir de la evolución trimestral del PBI, en el caso peruano, se observa una desaceleración en el primer trimestre de 1998 y una recesión (pese a la leve recuperación del segundo trimestre) en el resto del año. Esta tendencia general, estuvo originada en el comportamiento de la inversión privada, información que se presenta en el cuadro 8.5. **En 1997, la inversión privada creció 16,3% para luego desacelerarse de manera continua hasta el año 2000.** Desde luego, la declinación de la inversión privada no es consecuencia solo de las repercusiones de la crisis asiática, sino que también influyeron el fenómeno de El Niño, la crisis rusa y la inestabilidad política, reflejada en la caída del régimen de Fujimori, en medio de un escándalo de corrupción, que llevó a la instauración de un gobierno de transición, liderado por Valentín Paniagua a partir de noviembre del año 2000.

Por lo tanto, conviene diferenciar los canales a través de los cuales, la crisis asiática, impactó sobre América Latina, con énfasis en el caso peruano. Como se verá a continuación, algunos países fueron más afectados por el lado comercial (Chile, Perú, Ecuador y Venezuela), mientras que otros por el lado financiero (Brasil y Colombia).

**Cuadro 8.5**  
**Perú: tasas de crecimiento trimestral de la inversión privada 1998-2000**  
**(variaciones porcentuales)**

|             | <b>Trim1</b> | <b>Trim2</b> | <b>Trim3</b> | <b>Trim4</b> | <b>Total año</b> |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|
| <b>1998</b> | 4,9          | 2,6          | -3,3         | -11,7        | -1,9             |
| <b>1999</b> | -19,2        | -20,7        | -21,4        | -1,9         | -16,3            |
| <b>2000</b> | 5,8          | 0,5          | -3,7         | -9,5         | -1,8             |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. *Boletín Semanal*, varios números

#### 4.1. El canal comercial

La devaluación de las monedas asiáticas y su posterior recesión originaron una **reducción de sus importaciones, lo que impactó en el comercio mundial**. Si a los cinco países asiáticos afectados por la crisis (Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea) se le agregan Hong Kong, Taiwán y Singapur, el conjunto de los mismos representó el 15% del comercio mundial en 1996, el 31% de las importaciones mundiales entre 1990 y 1995 y el 28% de las exportaciones (Cepal 1998). Si se añade Japón, el porcentaje del comercio mundial de la región se eleva a 22%. La menor demanda mundial de los países mencionados no solo afectó el volumen comercial, sino también los precios de los productos de los países con los cuales tienen vínculos comerciales.

La contracción de las importaciones de Asia Oriental tuvo un impacto directo sobre las exportaciones de América Latina. Los países más afectados fueron Chile y Perú, quienes en 1996, exportaron a los ocho países mencionados el 14% y 9%, respectivamente, del total de sus exportaciones. Si se agrega Japón, los porcentajes se elevan a 30,5% y 15,8%. Ambos países exportan a Asia productos mineros, entre los cuales destaca el cobre<sup>4</sup>. En el cuadro 8.6 se presenta la evolución de los precios internacionales de los principales productos mineros antes y después de la crisis asiática. El precio del cobre disminuyó en 28% entre marzo de 1997 y marzo de 1998; el precio del zinc en 17% en el mismo período, el del plomo en 24% y el precio del oro en 18%.

4 Asia Oriental representa la tercera parte de la demanda mundial por cobre.



En el caso peruano, en 1997, el 22% de las exportaciones tuvieron como destino el Asia Oriental. En ese mismo año, del total de las exportaciones tradicionales, el 75% fue productos mineros y dentro de ellos los de mayor significación en los mercados asiáticos fueron el cobre, el zinc y el plomo, cuyos precios se redujeron a niveles de inicios de la década de 1980. La situación se tornó más grave, pues no existían mercados para direccionar las exportaciones mineras; por esa razón también se contrajeron los volúmenes exportados, como puede apreciarse en el cuadro 8.7.

**Cuadro 8.6**  
**Precios internacionales de productos mineros**  
**(US\$ por unidad)**

|                     | <b>Cobre</b> | <b>Plata</b> | <b>Zinc</b> | <b>Plomo</b> | <b>Estaño</b> | <b>Oro</b> | <b>Petróleo</b> |
|---------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|------------|-----------------|
| <b>Marzo 97</b>     | 109,8        | 5,2          | 56,9        | 31,5         | 268,0         | 352,1      | 15,6            |
| <b>Junio 97</b>     | 118,5        | 4,8          | 61,4        | 27,9         | 252,5         | 341,1      | 16,1            |
| <b>Setiembre 97</b> | 95,6         | 4,7          | 74,5        | 28,8         | 249,3         | 323,3      | 16,6            |
| <b>Diciembre 97</b> | 79,9         | 5,7          | 50,0        | 23,9         | 249,5         | 289,0      | 15,9            |
| <b>Marzo 98</b>     | 79,3         | 6,2          | 47,5        | 24,1         | 236,1         | 289,5      | 11,7            |
| <b>Junio 98</b>     | 75,3         | 5,3          | 45,8        | 24,0         | 270,8         | 292,7      | 13,3            |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. *Boletín Semanal*, varios números.

**Cuadro 8.7**  
**Perú: evolución de los volúmenes exportados 1995-1998**

|                             | <b>1995</b> | <b>1996</b> | <b>1997</b> | <b>1998</b> |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Cobre (miles tm)</b>     | 417,5       | 475,4       | 501,2       | 486,4       |
| <b>Estaño (miles tm)</b>    | 18,9        | 20,4        | 28,3        | 25,3        |
| <b>Hierro (millones tm)</b> | 6,0         | 4,0         | 3,7         | 4,5         |
| <b>Oro (miles oz. tr.)</b>  | 1.196,6     | 1.478,2     | 1.487,6     | 3.139,4     |
| <b>Plata (miles tm)</b>     | 21,4        | 22,9        | 22,1        | 23,5        |
| <b>Plomo (miles tm)</b>     | 196,9       | 200,7       | 211,6       | 217,5       |
| <b>Zinc (miles tm)</b>      | 507,3       | 599,1       | 652,0       | 656,7       |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. *Boletín Semanal*, varios números.

Por otro lado, las devaluaciones de las monedas asiáticas favorecieron a sus exportaciones, algunas de las cuales son importaciones peruanas; en 1997, del total importado por el Perú, el 14% provino de Asia Oriental. De

ahí, que sectores, como textiles y calzado se vieron afectados por la inundación de productos asiáticos.

En síntesis, por el lado comercial, la crisis asiática disminuyó las exportaciones e incrementó las importaciones, incidiendo de manera negativa sobre la balanza comercial. En el cuadro 8.8 se observa el deterioro de la balanza comercial y de la balanza en cuenta corriente en el Perú entre 1997 y 1998.

**Cuadro 8.8**  
**Perú: balanza comercial y balanza en cuenta corriente**  
**(millones de US\$ dólares)**

|                             | 1T97   | 2T97   | 3T97   | 4T97   | 1T98   | 2T98   | 3T98   |
|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Exportaciones</b>        | 1.615  | 1.857  | 1.770  | 1.571  | 1.193  | 1.333  | 1.551  |
| <b>Importaciones</b>        | -1.923 | -2.131 | -2.281 | -2.217 | -2.073 | -2.157 | -2.041 |
| <b>Balanza comercial</b>    | -308   | -273   | -511   | -646   | -880   | -824   | -491   |
| <b>Balanza en Cta. Cte.</b> | -637   | -744   | -875   | -1.152 | -1.112 | -1.106 | -875   |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. *Boletín Semanal*, varios números.

Por último, en el cuadro 8.9 se presentan las tasas anuales de crecimiento de las exportaciones para una muestra de países de América Latina, lo que demuestra que el problema fue regional.

**Cuadro 8.9**  
**América Latina: tasas de crecimiento de las exportaciones**  
**(variaciones porcentuales)**

| País                  | 1997        | 1998        | 1999       |
|-----------------------|-------------|-------------|------------|
| <b>Argentina</b>      | 9,0         | 0,0         | -11,8      |
| <b>Bolivia</b>        | 3,1         | -5,4        | -4,8       |
| <b>Brasil</b>         | 11,1        | -3,8        | -6,1       |
| <b>Chile</b>          | 8,2         | -11,0       | 5,3        |
| <b>Ecuador</b>        | 7,4         | -20,2       | 0,6        |
| <b>Nicaragua</b>      | 41,6        | -6,6        | -3,4       |
| <b>Paraguay</b>       | 2,6         | -4,9        | -27,9      |
| <b>Perú</b>           | 15,8        | -16,1       | 6,6        |
| <b>Uruguay</b>        | 14,1        | 1,3         | -18,5      |
| <b>Venezuela</b>      | 0,0         | -25,9       | 19,1       |
| <b>América Latina</b> | <b>11,6</b> | <b>-1,4</b> | <b>5,8</b> |

Fuente: Cepal (2000b: 42).

## 4.2. El canal financiero

Durante el primer semestre de 1997, las economías emergentes aumentaron su acceso al financiamiento internacional, lo que se reflejó en disminuciones del diferencial entre los bonos emitidos en dólares por los países emergentes y sus similares de los países libres de riesgo (en otras palabras, disminuyó el riesgo país). Entre enero y setiembre de 1997, el flujo de capitales a América Latina fue de US\$ 80 mil millones, de los cuales dos tercios eran capital de largo plazo (Cepal 1998).

Después del estallido de la crisis (julio 1997), el riesgo país se elevó en los países asiáticos afectados por la crisis, pero se mantuvo estable en otras regiones. Sin embargo, a partir de octubre la situación cambió, pues las bolsas continuaron su tendencia hacia la disminución no solo en Asia, sino también en Europa y Estados Unidos. Ello determinó que el riesgo país se elevara en la mayoría de las economías emergentes, entre ellas las latinoamericanas.

El impacto fue directo en aquellos sectores con mayor sensibilidad a los movimientos externos de capital. Como los inversionistas habían perdido liquidez ante la caída de las bolsas asiáticas, vendieron sus acciones en las bolsas de América Latina para neutralizar sus pérdidas. En consecuencia, los índices bursátiles disminuyeron en América Latina (20% en promedio en el mes de octubre) y el acceso al crédito internacional se hizo más caro, dado el aumento en el riesgo país; por ello también se afectaron los sistemas bancarios y en general los agentes económicos que buscaban financiamiento en los mercados internacionales de capitales. En América Latina, el país más afectado fue Brasil, que experimentaba un crecimiento, tanto de la brecha fiscal como la externa. La emisión y colocación de bonos en los mercados internacionales disminuyó de US\$ 19.762 millones en el tercer trimestre de 1997 a US\$ 3.800 millones en el cuarto trimestre. Ante ello, varios países postergaron la colocación de bonos en los mercados internacionales; por ejemplo, Argentina y Colombia reiniciaron estas operaciones en enero de 1998, Brasil en febrero y México en marzo.

En el último trimestre de 1997, diversas monedas de América Latina fueron víctimas de ataques especulativos y salidas de capitales de corto plazo. En octubre, Brasil experimentó una salida de capitales de US\$ 8 mil millones; Venezuela sufrió una salida de US\$ 700 millones; Chile experimentó presiones sobre el peso en diciembre de 1997 y enero de 1998, lo que originó una pérdida de reservas de US\$ 1,8 mil millones. En el cuadro 8.10 se presenta la evolución mensual de las reservas internacionales para una muestra de países latinoamericanos.

En el caso de Brasil se observa una reducción del nivel de reservas entre junio de 1997 y enero de 1998 de 8%; para el mismo período, en Chile, las reservas se contrajeron en 6%; en Colombia, la disminución fue de 6%; en Ecuador, 15%; en los casos de México, Perú y Venezuela las reservas aumentaron, lo que demuestra que no todos los países fueron afectados por igual. La defensa cambiaria tuvo éxito, pues los tipos de cambio se mantuvieron más o menos estables, a excepción de Paraguay y Ecuador, aunque este último devaluó en 7,5% en marzo de 1998.

La respuesta ante la pérdida de reservas fue la elevación de las tasas de interés domésticas; por ejemplo, entre junio de 1997 y febrero de 1998, Brasil elevó la tasa de interés de 20,7% anual a 34,5%; en Chile la tasa se elevó de 6,3% a 8,2%; en Colombia, de 23,2% a 25,0%; en el Perú, de 12,3% a 13,9%; por último, en Ecuador, la tasa de interés se elevó de 24,3% a 30,7%.

**Cuadro 8.10**  
**Reservas internacionales**  
**(en millones de dólares, fin de cada mes)**

|                  | <b>Jun.97</b> | <b>Ago.97</b> | <b>Oct.97</b> | <b>Dic.97</b> | <b>Ene.98</b> | <b>Feb.98</b> | <b>Mar.98</b> |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Brasil</b>    | 56.795        | 62.266        | 52.852        | 51.359        | 52.479        | 57.417        | 67.772        |
| <b>Chile</b>     | 17.598        | 18.010        | 18.865        | 17.841        | 16.831        | 17.048        | 16.937        |
| <b>Colombia</b>  | 10.271        | 10.281        | 10.158        | 9.981         | 9.747         | 9.492         | 9.422         |
| <b>Ecuador</b>   | 2.286         | 2.101         | 2.142         | 2.093         | 1.954         | 1.970         | 1.940         |
| <b>México</b>    | 23.775        | 25.841        | 28.102        | 28.797        | 29.186        | 28.597        | 29.422        |
| <b>Perú</b>      | 9.674         | 9.874         | 10.186        | 10.169        | 10.192        | 10.169        | 10.248        |
| <b>Venezuela</b> | 16.655        | 18.624        | 18.312        | 17.818        | 17.131        | 17.006        | 15.762        |

Fuente: Cepal (1998: 156).

Las condiciones financieras de América Latina mejoraron a partir de marzo de 1998; el riesgo país y las tasas de interés disminuyeron. En síntesis, el impacto financiero de la crisis asiática provino de las políticas monetarias contractivas y las consecuentes elevaciones de las tasas de interés, como respuesta de las autoridades monetarias para evitar una mayor pérdida de reservas y disminución de los depósitos bancarios.

## 5. El impacto de la crisis rusa

La crisis rusa de agosto de 1998 afectó a América Latina a través del canal financiero, pues las relaciones comerciales entre ambos no eran significativas. Cuando Rusia anuncia la moratoria de su deuda, el temor de que el resto de países seguirían por el mismo camino se extiende por todo el mundo emergente. Ante esta percepción (equivocada o no), se elevó el riesgo país y la tasa de interés que tendrían que pagar el gobierno, los bancos o las empresas locales para endeudarse en dólares en los mercados financieros internacionales. La consecuencia fue una drástica salida de capitales (en particular los de corto plazo) y un aumento de las dificultades para acceder a financiamiento fresco del exterior. La defensa del tipo de cambio, vía elevaciones de la tasa de interés doméstica, configuró un escenario recesivo en toda la región. Las caídas en los índices bursátiles acumuladas entre diciembre de 1997 y diciembre de 1998 fueron de -33,5% en Brasil, -37,4% en Argentina, -25% en Chile, -22,5% en Colombia, -45,0% en Venezuela y -25,5% en el Perú (Banco Central de Reserva del Perú 1999a: 57).

En el mes que siguió a la moratoria rusa, **los diferenciales o márgenes de riesgo se elevaron en todos los países de América Latina**, en especial en Ecuador y Venezuela. En la medida que Rusia no tiene vínculos comerciales significativos con la región, los cauces tradicionales de propagación como el mencionado, no logran explicar los acontecimientos provocados por la crisis. Sin embargo, la evidencia revela que existen factores comunes en la propagación, que han recibido el nombre de **contagio financiero**. Lo observable es que los márgenes de riesgo están correlacionados entre los diversos países, pues fluctúan de manera coordinada. Otro hecho empírico es que aumentan con la misma rapidez con la que disminuyen.

Existen varias explicaciones de estos hechos estilizados. Los inversionistas habían perdido dinero, tanto en Asia como en Rusia. Debido a ello y a sus posiciones de alto endeudamiento, experimentaron problemas de capital y tuvieron que reducir la magnitud de su cartera y la exposición al riesgo, con el objetivo de acomodar su cartera a su reducido capital. En paralelo, América Latina es calificada por las agencias clasificadoras como de alto riesgo. Ante ello, los inversionistas optaron por una venta masiva de sus activos financieros a precios de liquidación, lo que **no reflejaba una evaluación del riesgo país, sino más bien los problemas de capital de los inversionistas**.

Otra explicación de la evolución de los márgenes radica en el hecho de que los mercados actúan en forma irracional e indiscriminada y responden a las calificaciones realizadas por las agencias internacionales clasificadoras de riesgo. De acuerdo con ello, los países evaluados como de bajo riesgo deberían ser más inmunes. En el cuadro 8.11 se presenta una evaluación de países realizada por JP Morgan, clasificados según su nivel alto o bajo de inmunidad (a partir de la caída de los precios de los bonos) y de acuerdo con su alto o bajo riesgo ex ante, sobre la base de la evaluación del mercado en junio de 1997, antes de la crisis asiática. Lo que se observa es una correspondencia casi perfecta; los países que se contagiaron eran los países considerados de alto riesgo.

**Cuadro 8.11**  
**Contagio y riesgo previo**

|                          |      | Nivel de contagio                                 |                   |
|--------------------------|------|---|-------------------|
|                          |      | Alto  | Bajo              |
| Riesgo de mercado previo | Alto | Rusia, Ecuador, Bulgaria, Brasil, Venezuela, Perú | Nigeria           |
|                          | Bajo | Corea   | Argentina, México |

Fuente: Fernández-Arias (1999: 4).

El impacto de la situación descrita en la evolución de las tasas de interés es contundente. La tasa de interés internacional, es decir, aquella que tendrían que pagar agentes económicos locales para endeudarse en dólares en el exterior tiene dos componentes; el primero es la tasa Libor, que durante 1998 fluctuó en torno de 5%. El segundo, es el riesgo país, que en el caso peruano fluctuó entre 7% y 10% anual, en el segundo semestre de 1998. De esta manera, la tasa de interés se ubicó por encima de 15% anual, lo que determinó que el acceso a préstamos externos sea tan caro, que lo convirtió en casi inaccesible (Dancourt y Mendoza 1999).

Como se ha reseñado en el acápite anterior, la entrada de capitales disminuyó desde mediados de 1997 (debido a la crisis asiática), pero **los fondos de corto plazo que la banca local obtenía del exterior continuaron su tendencia al aumento hasta agosto de 1998**. Sin embargo, la economía peruana no pudo resistir el embate de la crisis rusa, que determinó una mayor salida de capitales y la cancelación de una parte de

las líneas de crédito interbancarias que la banca comercial residente en el Perú obtenía del exterior<sup>5</sup>. El resultado fue una **crisis de liquidez en el sistema bancario** y el consiguiente recorte del crédito bancario. Las presiones sobre el tipo de cambio no se hicieron esperar; la devaluación anual en 1998 fue de 15% frente a una inflación de 6% y la reducción de reservas fue de 12% en el segundo semestre. Una parte de la reducción se debió a la disminución de la tasa de encaje, medida que se tomó con el objetivo de neutralizar la escasez de liquidez. Otra parte, se debió a la reducción de los depósitos del sector público en el banco central, mientras que el resto se originó en las ventas de dólares, por parte de la autoridad monetaria, para amortiguar las presiones sobre el tipo de cambio<sup>6</sup>.

Estas razones determinaron un punto de inflexión en la evolución del PBI a partir del segundo semestre de 1998 (véase cuadro 8.4). Todo ello repercutió en una elevación del riesgo país. En 1998, los inversionistas en los mercados de bonos exigían que los bonos peruanos rindan 10 puntos porcentuales más que un bono de Estados Unidos de similares condiciones.

En el Perú, la turbulencia financiera internacional iniciada con la crisis asiática también determinó que en 1998 se postergaran varios megaproyectos de inversión, como Camisea, La Granja y Quellaveco, con la excepción de Antamina. Las razones estuvieron en la declinación del precio del cobre, a partir de la crisis asiática.

En síntesis, la crisis rusa afectó a América Latina a través de un deterioro de la percepción de riesgo país. Ello se reflejó en un aumento de los márgenes de riesgo, lo que a su vez condicionó que los inversionistas fueran más cautos en sus decisiones de inversión en América Latina. La salida de capitales determinó una sequía crediticia, lo que frenó el crecimiento que se había experimentado en la región.

5 También habría que agregar el fenómeno de El Niño del primer trimestre de 1998, que disminuyó las exportaciones pesqueras y aumentó las importaciones agrícolas. Las entradas netas de capital de corto plazo, canalizadas a través del sistema bancario, alcanzaron un pico de 8% del PBI en el cuarto trimestre de 1998, para luego oscilar entre 3% y 4% en los tres primeros trimestres de 1999.

6 Las reservas tienen tres componentes: el encaje en dólares de la banca local, los depósitos del sector público en el banco central (originados básicamente por las privatizaciones) y las compras netas del banco central de dólares en el mercado libre, denominada posición de cambio.

## 6. *¿De qué depende la evolución del riesgo país?*

Los márgenes de riesgo fluctuaron de manera abrupta en los episodios de crisis; estos cambios, ¿son determinados por el riesgo de moratoria del país o por la actuación macroeconómica y las condiciones del mercado?; es decir, ¿se deben a las expectativas del mercado o a los fundamentos de cada economía? La diferenciación es clave, pues las crisis tuvieron un impacto indiscriminado a pesar de las reformas estructurales y las políticas monetarias y fiscales adecuadas.

La información relevante para pronosticar los retornos de una inversión en las economías emergentes es costosa de obtener y procesar; los inversionistas, bajo esas circunstancias exigen un rendimiento a los bonos, sobre la base de un conocimiento incompleto de los indicadores macroeconómicos y financieros de un país. También es cierto que los inversionistas tienen incentivos para contar con la información relevante y los diferenciales que existen entre los bonos emitidos por países con distintas clasificaciones de crédito, podrían ser evidencia de que los inversionistas serían capaces de distinguir entre los deudores a partir de sus fundamentos macroeconómicos.

Los factores que determinan los márgenes de riesgo entre los países han sido sujeto de un profundo debate. Algunos sostienen que las mejoras en los fundamentos macroeconómicos disminuyen el riesgo para los inversionistas y por lo tanto, reduce el margen de riesgo. Otros, atribuyen los cambios en los márgenes de riesgo a factores externos, como las expectativas de los inversionistas (el sentir de los mercados) o la evolución de la tasa de interés internacional. Por ejemplo, la agencia clasificadora de riesgo, Goldman & Sachs (2000), desarrolló un modelo con el objetivo de evaluar si los márgenes se encontraban en su valor correcto, denominado **Goldman & Sachs Equilibrium Sovereign Spread**. El **valor justo** del margen de riesgo de un país es una función de la probabilidad de que el país anuncie una moratoria de sus obligaciones externas. Esta probabilidad depende de una serie de variables, relacionadas con indicadores de solvencia, liquidez y servicio de deuda del país, así como de las condiciones financieras globales. El modelo posiciona a las economías emergentes como pequeños deudores en un mercado internacional de capitales imperfecto. Así, a partir de data mensual de 15 países emergentes, concluyó que los márgenes de riesgo de los países de América Latina contenidos en la muestra estaban subvaluados y por encima de sus niveles de equilibrio de largo plazo, con excepción de México. Si esto es cierto, entonces otros factores



influyen en la determinación de los márgenes de riesgo, lo que habría explicado su volatilidad en la década de 1990.

Bustillo y Velloso (2000) realizaron un análisis empírico para evaluar si la percepción del mercado fue significativa en la determinación de los márgenes de riesgo de los bonos emitidos por América Latina entre diciembre de 1996 y setiembre de 2000. El período cubre la crisis asiática, la moratoria rusa y la devaluación brasileña, por lo que recoge el período de mayor turbulencia financiera internacional. Encuentran que **un aumento de 1% en los márgenes de riesgo de países no latinoamericanos incrementa los márgenes en los países de América Latina en 0,5%**. Este hallazgo muestra que parte de las variaciones en los márgenes es explicada por eventos ocurridos en otras economías emergentes, ubicadas fuera de la región. En el mismo estudio calculan los coeficientes para cada país con relación al margen promedio de la región, para evaluar los efectos de la percepción internacional regional sobre cada país. Un incremento de 1% en el margen promedio regional, aumenta los márgenes en Argentina en 0,59%, en Brasil en 0,90%, en Ecuador en 0,96%, en México en 0,73%, en Panamá en 0,51%, en Perú en 0,40% y en Venezuela en 1,07%. De la muestra analizada, el Perú es el menos afectado, en términos relativos, por la tendencia regional. **La conclusión más relevante es que si bien es cierto los mercados demuestran cierta capacidad para diferenciar a los países a partir de sus fundamentos macroeconómicos, también perciben a América Latina como grupo cuando se asignan los riesgos.**

Ahora bien, los inversionistas para tomar sus decisiones se guían por la información preparada por las **agencias clasificadoras de riesgo**, quienes evalúan a los deudores con respecto a su capacidad de repago actual y futura. En la medida que toda evaluación tiene un componente de subjetividad, es posible que las mismas agreguen mayor inestabilidad a los mercados financieros (Ocampo 2000). Las agencias, entre las cuales destacan Moody's y Standard & Poor's, evalúan en sus análisis a veinte países de América Latina, en comparación con 1990, año en el cual solo Venezuela era sujeto de análisis. Esto demuestra la relevancia que las agencias le han otorgado a la región.

En todos los casos, las agencias aumentaron los márgenes de riesgo luego de la crisis mexicana, para luego reducirlos hasta el inicio de la crisis asiática. Luego de la misma, los márgenes aumentaron para presentar una nueva reducción desde fines de 1999. Sin embargo, en la mayoría de sus estudios, los mercados ya se orientaban en la dirección indicada por las

agencias, por los menos tres meses antes. Si esto es así, las clasificaciones de las agencias no agregan mayor información a la percepción ya existente de los mercados. Desde esa óptica confirman la mencionada percepción (Bustillo y Velloso 2000).

## **7. Crisis y sistema bancario en el Perú**

Desde inicios de la década de 1990 se desarrolló una reforma financiera en el Perú; el objetivo de la misma fue fortalecer el sistema financiero, aumentar su eficiencia y mejorar su capacidad de asignar recursos en la economía (Morris 2000); la misma fue parte de un conjunto de reformas estructurales orientadas al libre mercado. La meta era transformar la economía hacia una más moderna, competitiva y orientada hacia el exterior.

Entre las principales medidas destacaron las siguientes: (a) promulgación de una nueva Ley de Bancos, Instituciones Financieras y de Seguros; (b) liberalización total de las tasas de interés; (c) liberalización del mercado cambiario; (d) reducción de los encajes; (e) reestructuración de los intermediarios financieros estatales; (f) promulgación de una nueva Ley del Mercado de Valores; y (g) promulgación de la Ley del Sistema Privado de Pensiones.

En el ámbito bancario, durante la década de 1990, el Perú tuvo tres leyes bancarias: la primera, en 1991, modernizó el marco legal; la segunda, promulgada el mismo año, consistió en la promulgación de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS), cuyo objetivo era fortalecer la regulación y supervisión del sistema financiero nacional; la tercera, en 1993, consistió en una nueva Ley de Bancos (1993), que luego fue reemplazada en 1996 por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley 26702).

El nuevo entorno legal, unido a las reformas estructurales produjo un *boom* crediticio; entre 1992 y 1996 las colocaciones brutas del sistema aumentaron en 376% y se produjo un aumento gradual de la participación de la banca extranjera en el sistema bancario doméstico. El ciclo expansivo de la economía peruana (1993-1995) facilitó una reducción de los índices de morosidad de 16% en 1993 a 8% en 1996<sup>7</sup>. A pesar de que la morosidad

7 Información obtenida del website de la Superintendencia de Banca y Seguros, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe).

puede considerarse alta, ella fue compensada por el diferencial entre las tasas activas y pasivas en moneda extranjera, cuya evolución se presenta en el cuadro 8.12.

**Cuadro 8.12**  
**Tasas activas y pasivas en dólares**  
**(fin del período)**

|             | <b>Activa</b> | <b>Pasiva</b> | <b>Diferencial</b> |
|-------------|---------------|---------------|--------------------|
| <b>1996</b> | 16,76         | 5,66          | 11,10              |
| <b>1997</b> | 15,65         | 5,21          | 10,44              |
| <b>1998</b> | 16,95         | 5,39          | 11,56              |
| <b>1999</b> | 14,46         | 4,84          | 9,62               |
| <b>2000</b> | 12,49         | 4,62          | 7,87               |

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

Los choques exógenos de 1997 y 1998 (fenómeno de El Niño, crisis asiática y crisis rusa) determinaron una disminución de las utilidades bancarias. No obstante, como se ha visto, la expansión crediticia continuó y creció en 40% en 1998 con respecto de 1996. De ahí que no sea de extrañar que los índices de morosidad se elevaran a 10,6% de las colocaciones brutas en 1998; como consecuencia, el diferencial entre las tasas activas y pasivas en dólares se elevó a 11,56% (el mayor en el segundo quinquenio de la década de 1990).

Entre 1999 y 2000 el estancamiento de la actividad económica unido a la crisis política, originó una reducción de la demanda crediticia, debido a la mayor percepción de riesgo por parte de las empresas bancarias. En términos simples, actuaron con mayor cautela en el otorgamiento de créditos, pues la recesión ampliaba el temor del no pago. Las colocaciones brutas disminuyeron de US\$ 14.229 millones en 1998 a US\$ 12.001 millones en 1999 y US\$ 11.741 millones en 2000, es decir, una contracción de 18% en dos años. En el mismo período, los depósitos del público disminuyeron de US\$ 12.482 millones a US\$ 12.422 millones. Así, la crisis financiera internacional detonó una crisis bancaria, al quebrarse la cadena de pagos. Los ratios de intermediación financiera, definidos como depósitos y colocaciones brutas como porcentaje del PBI mostraron una declinación (véase cuadro 8.13).

**Cuadro 8.13**  
**Perú: intermediación bancaria 1998-2000**  
**(% del PBI)**

|                     | 1998 | 1999 | 2000 |
|---------------------|------|------|------|
| <b>Colocaciones</b> | 26,3 | 23,8 | 22,1 |
| <b>Depósitos</b>    | 24,2 | 25,1 | 23,9 |

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

Entre 1998 y 2000 el número de empresas bancarias se redujo de 26 a 18. La legislación bancaria de 1996 introdujo tres niveles de actuación de la superintendencia: régimen de vigilancia, intervención (Banco Nuevo Mundo y NBK Bank en 2000) y disolución o liquidación (Orión y Serbanco en 2000). De los 16 bancos operativos al 31 de diciembre de 2000, 14 tenían participación extranjera en el capital social. En el cuadro 8.14 se muestra la información referida a la participación extranjera en el sistema bancario doméstico.

**Cuadro 8.14**  
**Participación extranjera en el sistema bancario: diciembre 2000**

| <b>Banco</b>                      | <b>% de capital extranjero</b> | <b>País del grupo vinculado</b> |
|-----------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
| <b>Citibank</b>                   | 100                            | Estados Unidos                  |
| <b>Bank Boston</b>                | 100                            | Estados Unidos                  |
| <b>BNP Paribas Andes</b>          | 100                            | Francia                         |
| <b>Santander Central Hispano</b>  | 99,9                           | España                          |
| <b>Interamericano de Finanzas</b> | 86,8                           | España                          |
| <b>Del Trabajo</b>                | 80,4                           | Chile                           |
| <b>Financiero</b>                 | 85,2                           | Ecuador                         |
| <b>Standard Chartered</b>         | 67,3                           | Gran Bretaña                    |
| <b>Wiese Sudameris</b>            | 55,8                           | Italia                          |
| <b>Continental</b>                | 38,3                           | España                          |
| <b>Mibanco</b>                    | 26,7                           | Estados Unidos                  |
| <b>Sudamericano</b>               | 25,0                           | Canadá                          |
| <b>Interbank</b>                  | 13,7                           | Chile                           |
| <b>Latino</b>                     | 6,3                            | Holanda                         |

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe)

Por último cabe mencionar dos datos adicionales. En primer lugar, los tres bancos más grandes del sistema (Crédito, Wiese Sudameris y Continental), concentraron el 57,9% de las colocaciones y el 70,5% de los depósitos. En segundo lugar, del total de colocaciones del sistema bancario en su conjunto, el 82,9%, se realizó en dólares; en cuanto a los depósitos, el porcentaje ascendió a 73,8%<sup>8</sup>.

En resumen, la crisis financiera internacional afectó al sistema bancario peruano, al igual que a las demás economías emergentes. La reducción en el número de bancos, el aumento de los índices de morosidad y la disminución de la intermediación financiera, fueron algunos de los hechos que se materializaron en la ruptura de la cadena de pagos. Desde luego, existe una estrecha correlación entre estas tendencias y la evolución del PBI. La necesidad de inyección de capital extranjero a la banca doméstica fue una de las claves para el sostenimiento del sistema. Esto demuestra que la integración financiera con el resto del mundo aumenta la fortaleza de los bancos ante los embates externos.

### ***8. Las reformas de segunda generación y la inseguridad económica***

Una de las formas de reducir el riesgo país es continuar con el proceso de reformas estructurales. Por cierto, dada la turbulencia financiera internacional y el contagio financiero, las reformas estructurales no evitan una crisis, pero sí colaboran con la minimización de las mismas. La razón está en que proveen de un marco más seguro y predecible para la inversión nacional e internacional. El problema está en que los avances en el proceso de reformas a nivel doméstico se han visto cuestionados (y en varios casos suspendidos) por problemas externos a la región. En otras palabras, las reformas internas parece que no han avanzado al mismo ritmo que aquellas relacionadas con el funcionamiento del sistema financiero internacional. Por eso, en el siguiente capítulo se analiza con detalle la reforma de la arquitectura financiera internacional. Ambas toman tiempo en términos de verificar sus efectos. Sin embargo, es cuestionable que como consecuencia del impacto de las crisis financieras internacionales en América Latina, se retroceda en las reformas. Al final, el remedio puede ser peor que la enfermedad. El punto crucial está en entender que el desenvolvimiento de la

8 Información al 31 de diciembre de 2000, obtenida de la Superintendencia de Banca y Seguros, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe).

región, en especial a partir de 1998, ha estado condicionado por eventos exógenos. En consecuencia, el retorno de los capitales a la región, estará determinado por los avances en las reformas. Aquellos países con mayor grado de avance serán los primeros en recibir los capitales; de ahí la necesidad de continuar con las mismas (Loser y Guerguil 2000).

Desde mediados de la década de 1980, la mayoría de países de América Latina implementó una serie de reformas, que revirtieron las tendencias inflacionarias previas, las medidas de política distorsionadoras y, en general, los modelos de crecimiento hacia adentro. La apertura comercial (reducción de aranceles y eliminación de los obstáculos paraarancelarios), las privatizaciones y la liberalización de los sistemas financieros domésticos establecieron un marco de adherencia al libre mercado, dentro del cual el sector privado se convertiría en el motor del crecimiento. El Estado redefinió su papel, convirtiéndose en un ente regulador de la actividad privada y priorizó sus acciones en el campo de la erradicación de la pobreza. Este conjunto de reformas, denominadas de **primera generación** e inspiradas en el consenso de Washington, prepara el camino para crear las condiciones para las reformas de **segunda generación** o reformas en el ámbito microeconómico (Holden y Rajapatirana 1998)<sup>9</sup>.

Las reformas de segunda generación se focalizan en la remoción de los impedimentos para reasignar los recursos en respuesta a los nuevos incentivos, creados por las reformas de primera generación. Estas han sido sujetas de críticas, basadas en el hecho de que sus beneficios solo han llegado a reducidos segmentos de la población. Más aun, las economías de la región mantienen signos de vulnerabilidad ante choques macroeconómicos externos, como una caída de los términos de intercambio, movimientos de la tasa de interés internacional, que son un resultado inevitable de la mayor integración con la economía mundial.

Sin embargo, las reformas de primera generación no han sido terminadas. Los problemas fiscales de Argentina y Brasil son un ejemplo de ellos y no existe certeza de que la disciplina fiscal permanente haya sido lograda. En el caso peruano, el proceso de privatizaciones y reforma del Estado fue interrumpida en 1996. En la mayoría de casos, la reducción de los déficit fiscales ha provenido de un aumento en los ingresos tributarios y no en un recorte de los gastos. Este hecho ha determinado que el sector privado tenga una pesada carga tributaria, que hace complejo el proceso de creci-

9 Un análisis detallado del contenido de las reformas de primera generación y su distinción con las de segunda generación puede encontrarse en Parodi (2001).

miento. La reforma del Estado aparece como una necesidad, pues su ineficiencia obstaculiza el funcionamiento del mercado.

Las reformas de segunda generación están relacionadas con los derechos de propiedad, el sistema legal y las instituciones. En la medida que la mayoría de ellas tiene características de bienes públicos, la definición y la estructura del papel del Estado es clave. En el pasado, un buen número de los problemas de la región se originó en una excesiva intervención estatal en varias áreas y su ausencia o fallas en otras. En este último campo destacan los magros avances en la reducción de la pobreza, con las consiguientes tensiones sociales generadas<sup>10</sup>. Por lo tanto, la agenda de la segunda generación **se inicia con una reevaluación del papel del Estado en la economía**, para lograr tres objetivos: en primer lugar, asumir aquellas actividades que son consideradas bienes públicos, como la adecuada inversión en capital humano; en segundo lugar, asegurar que los mecanismos regulatorios lleven a soluciones competitivas; en tercer lugar, abandonar aquellas actividades en las cuales no tenga ventajas comparativas con relación al sector privado.

Un segundo aspecto de la agenda de reformas de segunda generación es **la necesidad de definir con claridad los derechos de propiedad**. Si estos están mal definidos se elevan los costos de transacción y se desincentiva la inversión. Las deficiencias en el sistema legal, así como la corrupción y la falta de independencia del poder judicial son dificultades que deben solucionarse. Nadie estará dispuesto a invertir sin un sistema judicial que respalde y proteja sus derechos. El Perú es un ejemplo claro de ello. El respeto a los derechos de propiedad individual es uno de los fundamentos de una economía de mercado.

Un tercer aspecto de las reformas está relacionado con los temas de **desigual distribución de ingresos y pobreza**. El Perú muestra la misma proporción de pobres que hace 31 años (Parodi 2001). El gasto social ha mostrado una tendencia procíclica, es decir, aumenta con el PBI y disminuye con el mismo. Esta realidad es contraintuitiva, pues en episodios de ajuste, la inversión social debería aumentar. Desde luego no se trata solo de gastar más sino de gastar mejor. En el Perú, el gasto social per cápita ha aumentado de manera considerable desde 1990; sin embargo la pobreza no se ha reducido. Esto demuestra que el Estado no ha sido eficiente en el combate contra la pobreza. Resulta imprescindible mejorar el marco institucional y focalizar mejor la inversión social. Un cuarto aspecto, relacio-

10 Para el caso peruano, se sugiere revisar (Vásquez *et al.* 2001).

nado con el anterior, es **la descentralización**. La excesiva centralización ha incidido en la ineficiencia estatal<sup>11</sup>. Estos problemas restan apoyo político para las reformas, pues los segmentos pobres identifican sus dificultades con las reformas mismas y por ende presionan por su reversión. El tema de fondo no está ahí, sino en un Estado que, en términos simples, **no hace lo que debería hacer**. En una economía de mercado, la menor injerencia del Estado en la actividad económica, no implica desatender los problemas sociales, sino lo contrario.

Todos estos aspectos han determinado un alto nivel de **inseguridad económica** que reduce el soporte político para la profundización de las reformas a favor del mercado. Los problemas de empleo, gobernabilidad, pobreza y corrupción, configuran un entorno de desesperanza para la región. ¿Qué factores han determinado esta inseguridad y desesperanza con respecto del futuro? Existen varios factores interrelacionados, que podrían sintetizarse de la siguiente manera:

### **8.1. El trauma de la década de 1980**

La crisis de la deuda de la década de 1980 originó una profunda y prolongada recesión en la región. Una comparación con los efectos de la Gran Depresión de los Estados Unidos de la década del 30 es ilustrativa. Entre 1929 y 1933 el ingreso per cápita en Estados Unidos disminuyó en 35%, mientras que el desempleo alcanzó un pico de 25% en 1933. En América Latina, en la década perdida el desempleo bordeó el 20% en Argentina, Chile, México y Venezuela y 10% en Brasil. El Perú representó un caso más crítico. Como sostiene Rodrik: “Among the major countries, only Perú experienced (thanks to President García’s disastrous policies) an income collapse of the same magnitude as the U.S. did in the Great Depression” (Rodrik 1999b: 5).

Sin embargo, con la excepción de Chile, la recuperación latinoamericana fue más gradual; Estados Unidos se demoró 10 años en recuperar el ingreso per cápita precrisis. Argentina y Brasil tardaron 12 y 13 años, mientras que en México, Perú y Venezuela, el ingreso per cápita aún se encuentra por debajo del nivel de 1981.

Estados Unidos respondió a la Gran Depresión con una serie de cambios institucionales que expandieron el papel del Estado en el campo so-

11 Los aspectos teóricos de la descentralización pueden encontrarse en Parodi (1999) y su aplicación al caso peruano en Parodi (2001).



cial; es decir, el Estado asumió una función que logró revertir la tendencia más rápido con relación a América Latina luego de la década perdida. Esto demuestra que la tarea del Estado en el campo social es funcional a cualquier combinación de políticas económicas. En la década de 1930, fueron políticas keynesianas; en la década de 1990, liberales; pero, en ambos casos, **la eficiencia estatal en el diseño e implementación de redes de protección social es crucial. Y esto está conectado en la década de 1990 con uno de los aspectos resaltantes de las reformas de segunda generación.**

Entonces, **no se trata de cuestionar en sí misma la estrategia de desarrollo (intervencionista frente a liberal), sino la respuesta estatal ante las demandas sociales de la población.** Tanto un modelo de crecimiento hacia adentro, como uno hacia fuera requieren de un Estado que funcione y actúe. Sin reforma del Estado, las opciones de respuesta rápida y eficiente son casi nulas en ambos modelos. Dicho de otro modo, las reformas de segunda generación complementan a las anteriores, pues desarrollan el marco institucional, los programas sociales y la inversión en capital humano, como factores claves para que amplios segmentos poblacionales reciban los beneficios del mercado.

De este modo, la inseguridad económica, dada la fragilidad de los equilibrios y las tensiones sociales existentes, impactan de manera negativa en la percepción de los inversionistas externos. La moratoria de la deuda y el deficiente manejo posterior son vistos como un antecedente que atenta contra la inyección de liquidez de largo plazo.

## **8.2. Inestabilidad de los sistemas financieros**

Los sistemas financieros de América Latina presentan dos características: los cortos plazos de vencimiento de los activos financieros y la volatilidad de los flujos de capital que se dan mediante esos sistemas. En este contexto, es frecuente que una pequeña turbulencia económica resulte en una crisis (Rojas-Suárez y Weisbrod 1996). Dicho de otro modo, los inversionistas son renuentes a establecer compromisos de largo plazo en los mercados financieros latinoamericanos, lo que en parte es consecuencia del **trauma de la década de 1980.**

En la década perdida las tasas reales de interés ex ante de los activos financieros eran altas, mientras que las tasas expost eran negativas. La respuesta normal de los inversionistas es adquirir nuevos activos financieros de corto plazo, pues ello les brinda la opción de retirar el capital si la incer-

tidumbre económica aumenta. Desde inicios de la década de 1990, las reformas estructurales y de estabilización, mejoraron las circunstancias; pero, mientras los inversionistas no retomen la confianza respecto de la protección de sus derechos contractuales, no depositarán capitales a largo plazo en la región. De ahí que un aspecto crucial para recuperar la confianza de los inversionistas sea brindar seguridad, a través de reglas de juego predecibles y estables. Por ejemplo, la confiscación de los depósitos bancarios por García en el Perú en 1985 (luego de haber anunciado que no lo haría) fue en la dirección contraria.

Es natural que cualquier inversionista intente predecir el valor real de sus activos financieros de largo plazo. En circunstancias en las cuales decide vender, se enfrenta a dos opciones: vender valores nacionales y comprar valores extranjeros (lo que constituye una fuga de capitales) o vender los valores nacionales y depositarlos en bancos del país. La segunda alternativa **depende de la confianza del inversionista en la solidez del sistema bancario**. En América Latina, los depósitos bancarios son, en términos prácticos, la única opción para los ahorristas institucionales internos. En contraste, en Estados Unidos los depósitos representan menos de un tercio de los pasivos de la gran cantidad (y variedad) de las instituciones financieras. Las reservas de pensiones y las acciones de los fondos de inversión representan los dos tercios restantes. Los activos de estas instituciones están conformados por acciones y bonos gubernamentales y corporativos de largo plazo (Rojas-Suárez y Weisbrod 1996). En síntesis, los pasivos de las instituciones financieras de América Latina están más orientados al corto plazo, con relación a sus similares de los países industrializados. En el mismo sentido, ante una situación de incertidumbre económica (ocasionada, por ejemplo, en una crisis bancaria), los inversionistas en América Latina optan por retirar sus depósitos, mientras que en los países industrializados, conservan sus depósitos, pese al deterioro de los balances bancarios.

Este escenario lleva a que los diseñadores de política en América Latina enfrenten **dos alternativas**: aceptar la naturaleza de corto plazo de sus sistemas financieros, asumir las consecuencias e intentar dotar a los sistemas de mayor liquidez o tratar de aumentar el plazo de vencimiento de sus obligaciones.

En la primera alternativa, **un alto encaje legal puede usarse para proteger a los bancos ante un brusco retiro de fondos**, pues asegura la liquidez necesaria para que los bancos enfrenten la corrida de depósitos y estabiliza el sistema. En los períodos de fuertes ingresos de capital (como ocurrió en la región en la primera mitad de la década de 1990), el encaje

retenido por la autoridad monetaria, puede ser invertido en el exterior, en activos líquidos, expresados en dólares. Una de las críticas a esta opción es que se aplica por igual a bancos débiles y fuertes. Una segunda opción es una **supervisión bancaria eficaz que controle el crecimiento de los pasivos riesgosos de los bancos.**

En la segunda alternativa, el objetivo es reducir la función de los sistemas bancarios, mediante el fomento del **desarrollo de mercados de capitales de largo plazo**, siempre sujeto a un aumento de la confianza de los inversionistas. En América Latina, a excepción de Chile, los instrumentos de mercado negociados son, en general, bonos gubernamentales, que se constituyen en la principal fuente de financiamiento de largo plazo de las empresas privadas (ya se vio que los créditos directos de los bancos son en su mayoría de corto plazo). Sin embargo, las condiciones económicas de la región han sido demasiado inestables para suscribir contratos de largo plazo. El caso chileno es un adecuado contraejemplo. A inicios de la década de 1980, Chile enfrentó una crisis bancaria; el proceso de reestructuración supuso un apoyo de las autoridades públicas por un monto equivalente al 20% del PBI. Diez años después, el sistema bancario había pagado la mayoría de los fondos requeridos para su rehabilitación; una prueba de ello es que la deuda se redujo a 5% del PBI. Luego de resuelta la crisis bancaria, las autoridades enfrentaron el problema de lidiar con un alto porcentaje de los préstamos denominados en dólares (47%); el 65% de los mismos tenía un vencimiento mayor que un año (Rojas-Suárez y Weisbrod 1996). Para aliviar a los deudores del riesgo cambiario, se convirtieron los préstamos a pesos; en simultáneo, las autoridades optaron por reducir los pagos de préstamos e intereses de los deudores, cuya elevación se debió a las altas tasas nominales de interés, derivadas de la inflación. Si la autoridad monetaria hubiera tenido como objetivo solo aliviar a los deudores bancarios, entonces hubiera transferido el riesgo a los bancos, pues los activos bancarios se habrían convertido de dólares a pesos, pero los pasivos se habrían mantenido en dólares. Entonces, el banco central asumió el riesgo cambiario, al reducir el pago de los deudores a través de la indexación del principal de los préstamos convertidos de dólares a pesos a un índice de inflación. Un elemento crucial en este proceso fue el crecimiento gradual de los fondos de pensiones, que no solo aumentaron el ahorro interno, sino además sirvieron para establecer depósitos de largo plazo. La moraleja es que el aumento de la confianza en un sistema bancario, que adquirió solidez de manera gradual, fue la llave para desarrollar un mercado de capitales de largo plazo.

## 9. Conclusiones

En primer lugar, América Latina fue víctima de diversos choques externos en la segunda mitad de la década de 1990, que imposibilitaron continuar con la trayectoria de crecimiento observada hasta 1997. La crisis asiática y la moratoria rusa configuraron un escenario de contracción del PBI, con los consecuentes impactos políticos y sociales. La declinación de los términos de intercambio y el contagio financiero fueron los factores desencadenantes.

En segundo lugar, los hechos han demostrado el alto grado de **dependencia externa** de la región. De ahí que sea válido preguntarse por las **fuentes de crecimiento futuro** de la región. En América Latina, el potencial para incrementar la inversión está limitado por el bajo nivel de ahorro interno (con la excepción de Chile). Más aun, el incremento del ahorro interno, si bien es necesario, no es un asunto de corto plazo. Por eso, las estrategias de desarrollo para acelerar el crecimiento tienden a depender del ahorro externo, es decir, del ingreso de capitales. **Sin embargo, la magnitud del ahorro externo está limitada por el nivel de brecha externa (déficit en cuenta corriente) que los países pueden soportar.** Por eso el tema de la **sostenibilidad de la cuenta de capitales** está en el centro del análisis para predecir y prevenir las crisis externas.

Hasta antes de la crisis mexicana se pensaba que si el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos era determinado por el comportamiento del sector privado (por ejemplo, un aumento de la inversión) no representaba un problema. El episodio mexicano demostró que la percepción anterior no era cierta y se llegó a una especie de consenso, a través del cual, **una brecha externa sostenible no debía exceder a 4% del PBI.** Más allá de ese umbral, la situación es preocupante, pues en la medida que todo déficit externo es financiado con ingreso de capitales, los inversionistas comienzan a evaluar la capacidad de repago del país y limitan sus inversiones en el mismo. **El punto clave es que la sostenibilidad del nivel de la brecha externa sea consistente con la solvencia del país.**

En tercer lugar, el desafío central para la región es diseñar un contexto que **eleve el ahorro interno, para reducir la dependencia excesiva del ahorro externo.** En la medida que el logro de esta trayectoria es un tema de largo plazo, en el corto plazo, resulta crucial atraer capital externo para retomar la senda de crecimiento, mientras se fortalece el ahorro interno. Ello se puede conseguir con la profundización de las reformas estructurales, donde la reforma del Estado, el fortalecimiento de la supervisión y

regulación bancaria y financiera, el establecimiento de reglas de juego claras y estables y la estabilidad política, entre otros aspectos, son algunos de los elementos cruciales.

En resumen, es posible reducir la inseguridad económica en la región, para tornarla en menos vulnerable a los impactos de las crisis financieras internacionales. Para ello, las reformas institucionales, que brinden seguridad a los inversionistas, parecen ser el camino que se debe seguir. Sin embargo deben tomarse en cuenta dos aspectos. En primer lugar, las reformas toman tiempo, que trasciende al período de gobierno. En segundo lugar, a pesar de ellas, ningún sistema es inmune a una crisis financiera internacional. Como se verá en el capítulo siguiente, la reforma del sistema financiero internacional (que tiene como objetivo minimizar los episodios de crisis), aparece como un factor indesligable, pues poco sirve avanzar en el frente interno, si el internacional (cuya responsabilidad excede a un país en particular) mantiene las condiciones de turbulencia.

## IX

# ***Hacia una reforma de la arquitectura financiera internacional (I) Temas, propuestas y papel del FMI***

*The good old days probably weren't better, but they were certainly calmer*  
Paul Krugman (2000:1)

### **1. Introducción: los temas en debate**

Durante la década de 1990, la economía mundial estuvo sujeta a una serie de crisis financieras con repercusiones globales, cuyos impactos sociales aún se encuentran lejos de ser revertidos. A la crisis del mecanismo de tipos de cambio europeos de 1992-93, siguió la crisis mexicana de fines de 1994 e inicios de 1995 y sus repercusiones regionales (el llamado Efecto Tequila). Dos años después, en 1997, estalló la crisis asiática; en agosto de 1998 le tocó el turno a Rusia, a partir de la cual la recesión adquirió una dimensión global, con efectos devastadores en la mayoría de economías emergentes, en especial en América Latina. Una prueba de ello fue la crisis brasileña de enero de 1999, la moratoria ecuatoriana del mismo año y las dificultades argentinas para sostener su esquema de convertibilidad. El elemento clave de esta serie de episodios ha sido el flujo de capitales privados, cuyos cambios abruptos de dirección han marcado la tónica de la evolución de la economía mundial en la década anterior.

Esta sucesión de hechos demuestra que si hubiera que definir en un solo término lo ocurrido con la economía mundial en la última década del siglo XX, el más adecuado sería **inestabilidad**. Desde luego, las repercusiones de la inestabilidad económica mundial no solo se han ubicado en el campo social, sino también en el político. La población de los diversos países identifica este nuevo entorno con la falla de sus clases dirigentes en enfrentar con éxito sus problemas. Cabe cuestionarse si ello es cierto o si se trata de una **crisis sistémica**, dentro de la cual es poco lo que puede hacerse desde la perspectiva individual de un país.

Para algunos, se trata de una **crisis de la globalización**, que en el medio económico ha implicado un aumento de la interrelación entre las diversas economías, tanto en el ámbito comercial como financiero. Las manifestaciones contra ella en Seattle, Praga y Québec, por citar solo algunas, son una muestra del descontento de la población mundial ante un proceso que parece no ser inclusivo para amplios segmentos poblacionales<sup>1</sup>. El final del siglo XX encontró a 1200 millones de personas (alrededor del 20% de la población mundial) en condiciones de pobreza.

El consenso parece orientarse hacia el **fortalecimiento y/o rediseño de la nueva arquitectura financiera internacional**, que representa la manera de referirse a la reforma del sistema financiero global. Los objetivos de la misma son similares a aquellos que inspiraron el actual orden económico internacional, diseñado en Bretton Woods en 1944 y que dieron origen a instituciones como el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial: fomentar la eficiencia en el comercio de bienes y activos financieros; consolidar la estabilidad del sistema, y lograr una distribución del ingreso y de la riqueza que sea justa y socialmente aceptable.

Sin embargo, las maneras de lograr los objetivos ya no son las mismas que hace cincuenta años, pues el mundo ha cambiado: el avance tecnológico y el desarrollo de los sistemas de información (manifestado, entre otros aspectos, en el uso cada vez más extendido del internet) han estimulado la integración de los mercados financieros y la movilidad del capital. Las economías se encuentran más integradas que antes, es decir, la liberalización comercial y financiera ha sido la pauta, que permite comprar y vender, tanto bienes como activos financieros en tiempo real. En este proceso, los flujos privados de capital han sido determinantes, tanto de los períodos de auge, como aquellos de contracción de las economías. Parece que la evolución de las economías de diversos países, sean estos grandes o pequeños en el concierto mundial, depende de un modo crucial del movimiento de los capitales privados, que entran y salen ante cualquier señal positiva o negativa. A su vez, estos cambios abruptos en la dirección de los capitales dependen de la percepción de los inversionistas o de quienes manejan los fondos privados. **En consecuencia, una razón para reformar el siste-**

1 En setiembre de 2000 se llevó a cabo en Praga la reunión anual conjunta del FMI y del Banco Mundial, denominada Making the Global Economy Work for Everyone. La Cumbre de las Américas se desarrolló en Québec en abril de 2001 y asistieron 34 gobernantes del hemisferio. En las mismas hubo protestas callejeras en contra del libre comercio y, en general, de la globalización.

**ma financiero internacional es que el flujo internacional de capitales hacia las economías emergentes es muy volátil, fenómeno que expone a los países receptores de capitales a crisis abruptas y repentinas<sup>2</sup>.**

La inestabilidad de la economía mundial se ha manifestado en diversos aspectos. En primer lugar, los tipos de cambio han sido inestables y fluctuantes; ante esa realidad, las autoridades económicas han intentado mitigar su inestabilidad mediante diversas acciones como elevaciones en la tasa de interés y pérdida de reservas (esta ha sido la respuesta más común); otras, como las de Malasia, impusieron férreos controles cambiarios en 1998. En segundo lugar, los flujos privados de capitales también han sido variables (en particular los dirigidos a economías emergentes), pues a una etapa caracterizada por una enorme entrada de los mismos, ha seguido otra de signo contrario, es decir, una salida abrupta de capitales de igual o mayor volumen.

La inestabilidad cambiaria y las bruscas reversiones de capitales no son un fenómeno nuevo; la crisis de la deuda de América Latina en la década de 1980 presentó un patrón similar<sup>3</sup>, pero la ocurrida en la década de 1990 ha tenido características distintivas. En primer lugar, la mayor importancia de los capitales privados frente a los capitales oficiales (aquellos provenientes de los organismos multilaterales), pues el crecimiento de la deuda externa, previo a las crisis financieras de la década de 1990, fue, en términos generales, originado en el sector privado. En segundo lugar, el aumento, tanto en volumen como en diversidad, de los emisores y tenedores de activos financieros. En tercer lugar, el contagio en su acepción más amplia. En cuarto lugar, las fallas de los sistemas financieros, que incrementaron la vulnerabilidad de las economías ante una crisis de liquidez originada en la salida de capitales. En quinto lugar, los paquetes de rescate financiero oficiales, que no han logrado evitar las contracciones del producto ni tampoco los ajustes bruscos en la cuenta corriente de la balan-

2 La reforma de la arquitectura financiera internacional se refiere al rediseño de las instituciones, políticas y prácticas asociadas con la prevención y resolución de las crisis bancarias, cambiarias y de deuda, básica, pero no exclusivamente en las economías emergentes (Goldstein 2001).

3 La crisis latinoamericana de la década de 1980 también estuvo precedida de un amplio influjo de capitales, un contagio regional y la involucración directa del FMI en las naciones con problemas. Sin embargo, la deuda externa fue soberana, es decir, asumida por el Estado.



za de pagos. En sexto lugar, y como consecuencia de lo anterior, la reversión de los avances en el campo social (Swoboda 1999: 3).

Esta apretada síntesis de las características centrales de la economía mundial en la década anterior plantea una serie de elementos básicos en la reforma del sistema. Algunos de ellos son los siguientes:

- La definición del régimen cambiario adecuado, tema dentro del cual, se incluye la **dolarización oficial** de las economías, así como la implementación de **juntas de convertibilidad**. Este tema es desarrollado en el capítulo siguiente.
- La comprensión de las razones que motivan la entrada y salida de capitales, en particular aquellos de más rápida reversión, como por ejemplo, los capitales de corto plazo y su relación con las crisis. ¿Qué origina la salida de capitales? En este punto no hay consenso. Para algunos, las crisis fueron el resultado inevitable de un sobreendeudamiento del sector privado, que deterioró los fundamentos de las economías (Corsetti, Pesenti y Roubini 1998). Para otros, fueron consecuencia de un cambio repentino de las expectativas de los inversionistas dentro de un sistema financiero internacional frágil (Radelet y Sachs 1998b). En otras palabras, se debe distinguir entre una **crisis de solvencia** (que es una consecuencia inevitable de fundamentos económicos débiles) y una **crisis de liquidez** (originada en el pánico o cambio en las expectativas de los inversionistas). En términos prácticos, la diferenciación entre ambas no es clara; por ejemplo, podría argüirse que la fragilidad financiera que origina una crisis de liquidez haya sido causada por una debilidad de los fundamentos.

Sin embargo, más allá de las causas últimas que determinan la salida de capitales, lo que sí aparece como un hecho objetivo es **la relación entre el crecimiento de las deudas privadas y las crisis financieras; en la mayoría de los casos las crisis financieras se han asociado con las dificultades para honrar los compromisos adquiridos**. El ingreso de capitales (sin incluir la inversión extranjera directa, que ha mostrado tener menor volatilidad) se ha canalizado a través de dos caminos: la emisión de bonos en los mercados internacionales (en América Latina, destacaron Brasil, Argentina y México), que implicó un aumento de la deuda externa, privada o pública; y el endeudamiento de los agentes económicos locales con el sistema financiero (en general, a través de la banca comercial).

De lo anterior se desprenden dos inconvenientes. En primer lugar, **el problema de la maduración**: las economías emergentes acceden a fondos externos de corto plazo, que son utilizados en el interior en proyectos cuya rentabilidad es de largo plazo. Es decir, el ritmo al cual deben repagarse los préstamos al exterior (sea a través de la banca o de manera directa con el exterior) es menor que aquel al cual se generan los ingresos del proyecto. Endeudarse con el exterior a corto plazo y prestar en el interior a largo plazo ha sido una característica de la tendencia del endeudamiento previo a las crisis.

En segundo lugar, existe **el problema del descalce**. Las economías emergentes se endeudan con el exterior en monedas fuertes, como el dólar, pero prestan en el interior en moneda nacional. De ahí que la estabilidad del tipo de cambio nominal sea un factor clave para evitar dificultades en el sistema financiero y haya originado el **miedo a flotar** (Calvo y Reinhart 2000)<sup>4</sup>.

Aquí aparecen temas, como los **controles de capitales** y una supervisión y monitoreo más estricto de los mismos. Este elemento es central para prevenir las crisis, pues dota a las economías de un **blindaje** ante las alteraciones en la dirección de los capitales. No obstante, las controversias con respecto del diagnóstico de la crisis (fundamentos débiles frente a cambios en la percepción de los mercados, pese a la solidez de los fundamentos), plantean una cuestión de fondo: si no existe consenso en lo que se refiere a las causas de las crisis, ¿cómo plantear mecanismos de prevención?

- En tercer lugar, la **redefinición del papel de los organismos multilaterales**, como el FMI, que en la actualidad es el eje del sistema monetario internacional. En la década de 1990, su papel como **prestamista de última instancia**, para rescatar a México, Tailandia, Indonesia, Corea, Rusia y Brasil, por citar los casos más relevantes, ha sido sujeto de un amplio debate, dado el problema de riesgo moral generado<sup>5</sup>. ¿Le corresponde esa función al FMI? Si la respuesta es

4 El caso peruano, que presenta un alto grado de dolarización del sistema financiero, es similar: si bien los bancos prestan en dólares, la mayoría de deudores recibe sus ingresos en soles.

5 Desde este punto de vista, la experiencia de la década de 1990 ha mostrado que si un país es sujeto de una crisis, entonces es rescatado. Ante ello, el resto de países esperará un comportamiento similar de la comunidad financiera internacional si luego

negativa, entonces, ¿quién debe cumplirla? Más aun, si la turbulencia en un país está originada en factores exógenos, ¿no será que el problema está en las bases mismas del sistema monetario internacional y que el FMI solo ha respondido, a falta de otra institución, como un simple rescatista?

Desde luego, los tres temas mencionados están interrelacionados entre sí. De no encontrarse una respuesta sólida y consensual, nadie puede asegurar que no se producirán nuevas crisis, impredecibles como la ocurrida en Asia Oriental. Inclusive, aquellos que observan la creciente integración de los mercados mundiales como un hecho positivo, no pueden evitar el temor a afirmar que las crisis financieras han sido un resultado inevitable, tanto de la apertura financiera como del creciente comercio de bienes y servicios (Krugman 2000). **La creciente integración parece predisponer a la economía mundial hacia más crisis.** De ahí la necesidad de plantear una nueva arquitectura financiera internacional, cuyos objetivos sean reducir la volatilidad de los mercados internacionales de capitales, la frecuencia e intensidad de las crisis financieras en los mercados emergentes y disminuir el contagio financiero (Fischer 1998b).

Sin embargo, las crisis financieras no solo afectaron a las economías emergentes. Por ejemplo, Suecia (1992-93) siguió un patrón similar al resto de países que fueron víctimas de una crisis. La desregulación financiera generó un *boom* crediticio y un incremento de los precios de acciones y bienes raíces. La deuda del sector privado aumentó de 85% del PBI a 135% del PBI en cinco años. La economía se sobrecalentó y generó un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El sector privado, incapaz de endeudarse a largo plazo con el exterior, acumuló un creciente *stock* de deuda externa de corto plazo, expresada en moneda extranjera. Los acreedores externos seguían con sus políticas de préstamos, atraídos por las altas tasas domésticas de interés. La apreciación de la moneda debilitó al sector exportador, mientras que el Gobierno negaba los rumores de una eventual devaluación. La devaluación de un país limítrofe mostró cuán vulnerable

atraviesa por un episodio similar. Ello puede reducir los incentivos de implementar mecanismos de prevención ante una crisis; por ejemplo, en una coyuntura preelectoral, los gobiernos no estarían dispuestos, desde la óptica política, a restringir el ingreso de capitales, pues ello reduciría el crecimiento económico. Están tentados a pensar que, en caso de una crisis (posterior al triunfo electoral), serán rescatados por la comunidad internacional.

es una economía a la pérdida de confianza internacional. De un momento a otro, se suspendieron las líneas de crédito externas de corto plazo. Al inicio, la autoridad monetaria intentó defender el tipo de cambio, pero en cierto momento no tuvo más alternativa que dejarlo flotar. El recorte de préstamos y el colapso cambiario generó una serie de quiebras. En tres años, el sector privado se vio forzado a transformar su brecha externa de 8% del PBI a un superávit de 11% del PBI. Las pérdidas del sistema bancario llegaron a 12% del PBI. La economía sufrió la crisis más severa luego de muchos años (Rodrik 1999a).

El caso anterior demuestra que **el problema es global y que las crisis financieras pueden ocurrir en países que no presentan problemas estructurales**, pues Suecia (al igual que Finlandia y Noruega que sufrieron episodios similares en los mismos años) no tenía los problemas de Asia Oriental. En todos los casos, la severidad de la crisis, su velocidad de propagación y la débil respuesta internacional han contribuido a un amplio debate de las reglas básicas e instituciones que gobiernan el sistema financiero global. Aquí aparecen dos preguntas: ¿en qué consiste la actual arquitectura financiera que se intenta reformar? y ¿cómo puede mejorarse de modo que minimice la posibilidad de ocurrencia de nuevas crisis y, si son inevitables, cómo manejarlas de manera más adecuada?

## ***2. El actual sistema monetario internacional: lo que se busca reformar***

El actual sistema monetario internacional se remonta a la conferencia de Bretton Woods (New Hampshire) de 1944, donde se reunieron 44 países para estudiar el diseño de un marco institucional que permitiera reconstruir la economía mundial. En ella nacieron el FMI y el Banco Mundial con el objetivo de prevenir una repetición de los problemas financieros internacionales ocurridos durante la depresión de 1930. Una de las metas era crear un nuevo orden monetario internacional basado en la cooperación. Los elementos claves del nuevo orden aparecieron en el Convenio Constitutivo del FMI, entidad creada para supervisar el nuevo sistema monetario.

El sistema fue diseñado en un contexto dentro del cual los capitales no mostraban la movilidad actual; es decir, **la arquitectura concebida en Bretton Woods fue pensada en sus orígenes para una economía mundial con limitada movilidad de capitales**. Los fundadores del FMI dieron prioridad a la liberalización comercial y a la eliminación de las

restricciones a la cuenta corriente, más que a la liberalización de la cuenta de capitales. A pesar de que ha existido una evolución con respecto al diseño original, los mercados financieros han cambiado, no solo con mayor rapidez, sino con más profundidad. Desde esa óptica quedan dos opciones: o se actualiza el sistema o se cambia por otro.

En la concepción original, el FMI debía supervisar el sistema acordado en Bretton Woods, basado en tipos de cambio fijos; mientras que la función principal del Banco Mundial era la provisión de capital para la reconstrucción de la posguerra. Luego, las labores del Banco Mundial se expandieron al financiamiento de proyectos en países en desarrollo. La idea de crear una tercera institución en 1947, denominada Organización Internacional del Comercio, fue rechazada por el Congreso de los Estados Unidos. En su lugar fue creado, de manera provisional, un foro mundial llamado Acuerdo General de Tarifas y Comercio (GATT), cuyo papel era reducir las barreras del comercio internacional a través de una serie de ocho rondas de negociaciones multilaterales. El 1 de enero de 1995 surgió la Organización Mundial del Comercio (WTO), inspirada en el GATT.

El objetivo del Banco Mundial era proveer apoyo financiero y asistencia técnica para el desarrollo de proyectos, en particular de infraestructura física, como puentes y vías de comunicación. En los últimos cincuenta años, su misión original se extendió a todos los aspectos relacionados con el proceso de desarrollo. Luego fueron creados una serie de bancos regionales, como el Banco de Desarrollo Asiático (ADB Bank) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Por su lado, el FMI cumpliría una función de monitoreo del régimen cambiario creado en Bretton Woods. Los objetivos de los acuerdos de Bretton Woods eran el logro del pleno empleo y el equilibrio de la balanza de pagos en forma simultánea. Los déficit temporales debían ser cubiertos por las propias reservas del país y, de ser necesario, con préstamos del FMI. Solo si los problemas en la balanza de pagos eran conceptualizados como estructurales —en el sentido de que no podían corregirse sin un excesivo desempleo o inflación— se autorizaba a realizar correcciones cambiarias. La devaluación aparecía así como la última opción, luego de ser descartadas las dos primeras. Simultáneamente, el FMI otorgaba a sus miembros el derecho de aplicar controles a los flujos de capitales.

Bajo el sistema de Bretton Woods, los países fijaban su tipo de cambio con respecto del dólar de Estados Unidos y debían mantener sus reservas internacionales en dólares. A su vez, podían convertir sus dólares por oro a un tipo de cambio fijo. A mediados de la década de 1960, el aumento de la

inflación en los Estados Unidos, en parte debido a los costos de la guerra de Vietnam, erosionó la confianza en la convertibilidad de dólares por oro. El sistema colapsó en 1971, cuando el presidente Nixon abandonó la mencionada convertibilidad y, por ende, el sistema de tipos de cambio fijos, pues era incompatible con los objetivos económicos nacionales y con la creciente movilidad del capital. **El problema de fondo es que la arquitectura financiera diseñada en Bretton Woods es, en todo caso, aplicable a países que tienen dificultades con la cuenta corriente de la balanza de pagos. Las crisis financieras de la década de 1990 han estado vinculadas con el comportamiento de la cuenta de capitales y las bruscas reversiones de la dirección de los capitales.**

Para algunos investigadores, cuando el sistema de tipos de cambio fijos terminó, se acabó también la misión original del FMI, que era facilitar la estabilidad de los tipos de cambio mediante el otorgamiento de préstamos a países con problemas temporales en sus balanzas de pagos. Como sostiene Vásquez, “En vez de cerrar sus puertas, el Fondo se inventó nuevas misiones para sí mismo con cada crisis nueva, cada vez expandiendo su influencia económica, sus recursos o ambos. Estos episodios fueron, entre otros, la crisis del petróleo de los 70, la crisis de la deuda de los países del Tercer Mundo, la caída del comunismo, y recientemente, las crisis al estilo mexicano” (Vásquez 1998: 2).

Luego, el FMI se convirtió en el supervisor del nuevo sistema de tipos de cambio flotantes. En la práctica, su actuación se focalizó en los países en desarrollo. Tuvo un papel central en la crisis de la deuda de la década de 1980, al implementar programas de ajuste estructural a cambio de asistencia financiera. En la década de 1990 asistió a las economías de Europa del Este en su tránsito de sistemas de planificación central hacia economías de libre mercado. Además, proveyó de soporte financiero a aquellas economías que fueron sujeto de crisis financieras, como México, Corea, Brasil y otras.

### ***3. Las propuestas de reforma de la arquitectura financiera internacional***

Como consecuencia de la crisis mexicana, aparecieron diversos esfuerzos para mejorar la arquitectura financiera global. Las instituciones multilaterales y las reglas de juego debían actualizarse para enfrentar a un mundo caracterizado por una mayor integración de los mercados de capi-

tales. Las discusiones oficiales sobre el tema han proliferado desde 1995 y han involucrado no solo a organizaciones internacionales, sino también a académicos e investigadores, cada uno de los cuales tiene su propia visión sobre la reforma<sup>6</sup>. El resultado ha sido un conjunto de propuestas, pero pocos cambios concretos. Las razones pueden deberse al hecho de que las instituciones internacionales han estado más preocupadas en las tareas inmediatas vinculadas con el manejo de las crisis, pero también al reconocimiento implícito de que el tema mismo de la reforma es más complejo de lo que parece.

Además de ello, la posición frente al papel de las innovaciones tecnológicas en el sistema financiero global como impulsor del crecimiento o como un agente destructivo del mismo, varía en función de los diferentes puntos de vista. Por ejemplo, para Estados Unidos, que tiene un mercado financiero profundo y sofisticado, los beneficios son obvios; pero para los países en desarrollo el asunto se percibe de otra manera. Las crisis financieras de la década de 1990 originaron una brusca contracción del financiamiento externo y por ende del producto. Entonces, se percibe la liberalización financiera externa como un hecho dañino, que reduce las posibilidades de crecimiento (Rodrik 1999a). Contra ese argumento, podría argüirse que el fuerte crecimiento de los países en desarrollo antes de 1998, se debió al ingreso de capitales y, por lo tanto, a la apertura financiera.

La crisis asiática demostró que el funcionamiento de la economía mundial requiere de una **infraestructura institucional**. Los mercados operan mejor cuando están sostenidos por instituciones que proveen tres funciones: regular el comportamiento del mercado, estabilizar la demanda agregada y redistribuir el riesgo de los resultados del mercado. **La mayoría de propuestas busca mejorar los marcos institucionales nacionales e internacionales que, sin obstruir el libre flujo de capitales, minimicen las posibilidades de nuevas crisis.**

Lo cierto es que las primeras propuestas de reforma del sistema par-tieron del FMI y de los países industrializados; de ahí, que la mayoría de estudios posteriores sobre el tema gire en torno a ellos, pues el FMI es el eje

6 La primera propuesta fue realizada por el G7, entidad creada en 1976 y que está conformada por siete países industrializados (Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Reino Unido y Estados Unidos). El G7 acuñó la expresión *arquitectura financiera* y entre sus iniciativas destaca la creación de un foro de estabilidad financiera. También aparecieron propuestas del G10 (G7 más Bélgica, Holanda, Suecia y Suiza), del G22 (G7 más 15 economías emergentes) y del G26 (G22 más Bélgica, Holanda, Suecia y Suiza).

del sistema que se pretende reformar. No obstante, lograr un consenso es una tarea complicada, si se le compara con el obtenido en Bretton Woods, donde el número de actores involucrados era menor y el funcionamiento de los mercados financieros no era tan complejo como el actual. Ello se ha reflejado en la multiplicidad de propuestas existentes; algunas de ellas buscan mejoras al actual sistema, mientras que otras sugieren crear nuevas instituciones internacionales, opción que ha sido considerada como no realista por algunos (Eichengreen 1999a)<sup>7</sup>.

En general, las reformas consisten en un conjunto de medidas que debe ser implementado por los distintos participantes en el sistema financiero internacional. Los cambios propuestos requieren de acciones concretas en tres actores: en primer lugar, **en los gobiernos y el sector privado de los países emergentes**; en segundo lugar, **en los gobiernos y el sector privado de las economías industrializadas**, pues en ellas se origina el flujo de capitales hacia las economías emergentes; en tercer lugar, **en los organismos multilaterales**. Los cambios influirán en el comportamiento tanto de los acreedores como de los deudores en el sistema financiero internacional, de modo que logren minimizar la probabilidad de ocurrencia nuevas crisis. Resulta utópico pensar que no aparecerán otras crisis, por lo que también debe discutirse el tema del manejo de las mismas, es decir, qué hacer cuando aparezcan.

En los acápitales siguientes se revisan los principales elementos propuestos en diversas contribuciones, cuyo objetivo ha sido reformar la arquitectura financiera internacional.

### 3.1. Mejoras en la provisión y transparencia de la información

Una de las primeras medidas, considerada central por el G7 y el FMI para evitar futuras crisis, fue realzar la transparencia y divulgación de información confiable sobre las economías emergentes, para hacerlas disponibles a todos los agentes del mercado. El supuesto detrás de esta recomendación era que la información insuficiente había contribuido de manera significativa a la crisis asiática (Griffith-Jones 1999). Las deficiencias de información identificadas fueron las siguientes: posición de reservas internacionales, maduración y descalce de las deudas (tanto del sector público, como del privado) y el estado de salud del sistema financiero, lo que incluía

7 Por ejemplo, Eatwell y Taylor (1998) proponen la creación de una autoridad financiera mundial. Eichengreen (1999a) los denomina reformistas radicales.



información sobre los índices de morosidad bancaria. **La idea era que con una mejor información, confiable y otorgada a tiempo, los agentes económicos cometerían menos errores en sus decisiones de inversión** (por ejemplo, no se habrían sobreexponen en Asia Oriental antes de la crisis).

A partir de ese diagnóstico se realizaron una serie de avances. Uno de ellos fue la publicación de las *Public Information Notices* (PIN), preparadas con periodicidad anual por los países miembros del FMI. Otra medida fue el fortalecimiento en las áreas de deuda externa y reservas internacionales del *Special Data Dissemination Standard* (SDSS), un sistema de información establecido por el FMI en 1996, luego de la crisis mexicana. El FMI y el BIS (Bank for International Settlements), en colaboración con el Banco Mundial y la OCDE, establecieron una serie de estándares con el objetivo de proveer un código de buenas prácticas en los ámbitos económico, financiero y empresarial<sup>8</sup>; el FMI se encargaría de diseminar estos estándares, así como de monitorear su implementación. En el mismo sentido, se creó el código para las buenas prácticas en la transparencia fiscal y en las políticas monetarias y financieras. De esta manera, **un elemento central de la nueva arquitectura financiera internacional es el conjunto de códigos y estándares** en una serie de áreas, como la transparencia fiscal, la política monetaria y financiera, la supervisión bancaria y la diseminación de la información, entre otros.

Si bien es cierto que la creación e implementación de esta serie de estándares es positiva, desde la óptica del fortalecimiento de los sistemas financieros, también ha sido objeto de críticas, entre las cuales destacan las siguientes (Griffith-Jones 1999, Rodrik 1999a):

- La definición de los **estándares deseables**, ¿se hizo con la participación de los países en desarrollo, que son quienes tienen que implementarlos?
- La implementación de los estándares, ¿realmente aumentará la resistencia de las economías emergentes a nuevas crisis?
- La implementación de los estándares, ¿no impuso altos costos administrativos a los gobiernos, que tienen limitados recursos y experiencia?

8 Los estándares mínimos no fueron una tarea exclusiva del FMI; a la definición de los mismos contribuyeron otras instituciones internacionales como el BIS. Uno de los resultados, en el campo financiero y bancario, fue establecido en el Acuerdo de Basilea de 1998. De ahí en adelante, la sugerencia consistió en que los países cumplan con los criterios establecidos en el mencionado acuerdo.

- El diseño de los códigos y estándares ha sido implementado en un momento en el cual la comprensión sobre el funcionamiento de la economía global, así como lo que requieren los países en desarrollo para prosperar es limitada. En 1993, el Banco Mundial sugirió que la estrategia exportadora de Asia Oriental, así como sus altas tasas de ahorro e inversión, representaban la mejor protección frente a las crisis externas que con cierta periodicidad afectaban a América Latina. Sin embargo, la crisis asiática demostró que la recomendación era insuficiente.
- Los estándares implican una expansión del monitoreo y condicionalidad del FMI, pues a las sugerencias de políticas monetarias, fiscales y cambiarias, se han agregado aquellas relacionadas con la supervisión bancaria, rendición de cuentas, procedimientos de quiebras, gobierno corporativo y políticas de competencia. Se considera una intromisión innecesaria en los gobiernos nacionales, pues no pueden aplicarse estándares a países con diferentes marcos institucionales, económicos, legales y culturales. El contraargumento es que los estándares definen criterios a ser cumplidos por todos los países, pero permiten que cada uno de ellos los logren mediante diversas vías, en función de su propia realidad.

La provisión adecuada de información es deseable y necesaria, pero no evita una crisis. En primer lugar, la información disponible de los mercados financieros jamás será perfecta y siempre existirán asimetrías de información. En segundo lugar, no es claro que una mejor información sea suficiente para mejorar el funcionamiento de los sistemas financieros, pues la clave es el procesamiento de la información para su uso posterior. Por último, la mejor información sobre las economías emergentes tiene que ser complementada por una mejora equivalente de la información sobre los mercados financieros internacionales. Una prueba de la validez de estos argumentos fue la crisis de Suecia de 1992, país cuyo sistema bancario era un modelo de información y transparencia. Esto ocurre porque **las mejoras en el ámbito microeconómico no pueden hacer mucho frente a las volatilidades macroeconómicas** (Ocampo 1999).

Calvo (1998) sugiere la existencia de dos tipos de agentes: los informados y los menos informados. Los bancos pequeños (que manejan un volumen menor de información) tienden a seguir las decisiones de otros bancos mayores. Los cambios de opinión de estos últimos, que son percibidos como más informados, pueden originar sobrereacciones de aquellos me-

nos informados, que se basan en los primeros para tomar sus decisiones. El problema es que estos cambios de opinión pueden ocurrir sin una alteración significativa de los fundamentos macroeconómicos; la razón estriba en que la misma información sobre un país puede ser interpretada de manera diferente por los distintos agentes económicos. También es cierto que los pequeños rumores pueden afectar de manera dramática la percepción de los mercados.

En síntesis, la mejora en la provisión de información de manera transparente y confiable es una condición necesaria, pero no suficiente, para evitar una crisis. En todo caso, es una parte de las medidas necesarias para mejorar la arquitectura financiera internacional. Aun así, la información proviene de muchas fuentes y a menudo es contradictoria; se requiere entonces de alguna institución que la centralice y estandarice, de modo que sea canalizada, tanto a las economías emergentes como a las desarrolladas, a través de internet. Esta institución encargada de recopilar, estandarizar y diseminar en tiempo real los requerimientos de información podría ser el FMI, el BIS o alguna nueva por crear.

### 3.2. Fortalecimiento de las regulaciones

La implementación de los estándares mínimos está conectada con la regulación necesaria para poder cumplirlos. El objetivo es fortalecer la disciplina del mercado. Una prueba de ello es que las crisis se incubaron en períodos de significativos inlfujos de capitales: en todas las crisis financieras de la década de 1990, las economías emergentes recibieron un fuerte inlfujo de capitales antes de la crisis, sin contar con mecanismos de regulación de los mismos. De esta manera, **el énfasis debería estar en el manejo del boom y no solo en el manejo de la crisis, una vez que esta estalla**; esta sugerencia constituye un elemento central de la prevención de la crisis<sup>9</sup>.

La **regulación doméstica del inlfujo de capitales** también es funcional al mantenimiento de un tipo de cambio real adecuado, pues las fuertes entradas de capital han tenido como primera respuesta una apreciación cambiaria, que luego llevó al crecimiento del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. Dado el papel de los sistemas financieros domés-

9 Resulta útil diferenciar los mecanismos de prevención de la crisis, de aquellos relacionados con el manejo de la misma y con los diseñados para resolverla. Para cada uno de estos temas existen distintas propuestas.

ticos en la intermediación de los préstamos externos, la regulación prudencial y la supervisión juegan un papel esencial en el manejo del riesgo asociado al *boom* del ingreso de capitales.

Los objetivos de la regulación y supervisión del sistema financiero doméstico son los siguientes: garantizar la solvencia de los intermediarios financieros domésticos, a través de la adecuación de los requerimientos de capital a los riesgos enfrentados por el intermediario; evitar que los intermediarios asuman riesgos excesivos, lo que incluye una alta concentración del riesgo y una contabilidad adecuada de los préstamos incobrables. En la misma línea, deben minimizarse los problemas de descalce (endeudarse en una moneda y prestar en otra) y de maduración (endeudarse a corto plazo y prestar a largo plazo), mediante el establecimiento de altos requerimientos de liquidez para las deudas de corto plazo. La implementación de estas sugerencias lleva a la definición de los estándares mínimos comentados en el acápite anterior. Otras alternativas son la colocación de un impuesto al ingreso de capitales de corto plazo y el establecimiento de topes a las deudas de corto plazo de los bancos (que podría materializarse como un porcentaje del total de deudas de la institución financiera).

Sin embargo, la responsabilidad del influjo de capitales no es solo de los países receptores del capital, sino también de aquellos de donde proviene, es decir, los países industrializados. Existen varias razones para ello: en primer lugar, no todos los países receptores están dispuestos a desincentivar el influjo de capitales de corto plazo<sup>10</sup>. En segundo lugar, aun si los países receptores disponen de medidas para desincentivar el influjo de capitales de corto plazo, estas resultan insuficientes para neutralizar un influjo masivo de capitales. Por lo tanto, es necesario implementar mecanismos de regulación en los países donde se originan los flujos de capitales, que desincentiven el influjo excesivo de capitales reversibles. De lo contrario, los inversionistas privados internacionales continuarán asumiendo exagerados riesgos, bajo la presunción de que serán rescatados si la situación se torna crítica (este aspecto, conocido como riesgo moral, es discutido más adelante).

El debate con respecto de este tema se ha centrado en dos opciones: mejorar y extender el arreglo institucional existente, o crear un nuevo ente regulador internacional que facilite las mejoras en la supervisión y regulación financiera internacional. La propuesta de Eatwell y Taylor (1998) so-

10 El caso de Tailandia es ilustrativo, pues mediante la creación del Bangkok International Banking Facility, en 1993, incentivó el endeudamiento externo de corto plazo.

bre la creación de la **Autoridad Financiera Mundial** se enmarca en la segunda opción. La idea es que un **superregulador internacional** se encargue de establecer los estándares, supervisar los mercados financieros internacionales (tanto bancos como intermediarios financieros no bancarios) e imponer disciplina sobre aquellos países cuyo comportamiento sea inconsistente con la estabilidad financiera internacional. Este regulador financiero global estaría conformado por profesionales en el tema de la inversión provenientes del sector privado.

Sin embargo, como se ha mencionado líneas arriba, esta propuesta ha sido considerada poco realista, en especial en el campo político. En términos prácticos implicaría que los reguladores locales tendrían que ceder algunos grados de soberanía, de modo que el superregulador pueda actuar. Ello se presenta inviable, más aun si se realiza un paralelo con la antipatía que genera el FMI en términos de intromisión en asuntos locales. Ante ello, los esfuerzos se han orientado a mejorar el marco institucional existente.

En 1997, el BIS publicó un reporte de la comisión de trabajo sobre la estabilidad financiera en las economías de mercado emergentes. El reporte recomendó el establecimiento de estándares que reflejen **las buenas prácticas** en una serie de áreas que afectan la estabilidad financiera, como un aumento de la transparencia y la rendición de cuentas (*accountability*), el fortalecimiento de los sistemas financieros y una mejora de los mecanismos de resolución de las crisis financieras. Los grupos de trabajo incluyeron a una serie de representantes de las economías emergentes.

En octubre de 1998, los ministros de Finanzas y los gobernadores de los bancos centrales del G7 aprobaron la idea de crear un **Foro de Estabilidad Financiera**. La propuesta inicial partió de los gobiernos de Canadá y Reino Unido, quienes plantearon el establecimiento de un comité para la regulación financiera global, con el objetivo de supervisar dicha regulación, los flujos internacionales de capital y el riesgo sistémico global. El comité estaría conformado por representantes del Banco Mundial, el FMI, el Comité de Basilea del BIS y otros entes regulatorios. De este modo, no se eliminaban las instituciones existentes, sino que se las incorporaba a un nuevo foro. El Foro de Estabilidad Financiera fue establecido de manera formal en Bonn en 1999, con tres tareas básicas (Griffith-Jones 1999):

- Identificar las vulnerabilidades en los sistemas financieros nacionales e internacionales y las fuentes del riesgo sistémico, así como diseñar políticas para mitigarlas.

- Asegurar la implementación de reglas y estándares internacionales y ajustarlos a la realidad de cada país.
- Mejorar los arreglos institucionales para asegurar la consistencia entre las reglas internacionales y las instituciones financieras nacionales.

El Foro está limitado a 35 miembros para facilitar la toma de decisiones<sup>11</sup>. Cada país miembro del G7 tiene tres representantes (uno de ellos proveniente del Ministerio de Finanzas, otro del Banco Central y el restante de una autoridad supervisora). El FMI, el Banco Mundial, el Comité para la Supervisión Bancaria del BIS, la Organización Internacional de la Comisión de Valores (IOSCO), la Asociación Internacional de Supervisoras de Seguros (IAIS), el BIS y la OCDE tienen dos representantes cada uno. La idea es incorporar de manera gradual a autoridades de los países emergentes.

Desde el punto de vista organizativo, se constituyeron varios grupos de trabajo, dentro de los cuales participan no solo representantes de los miembros del foro, sino también enviados especiales de los países en desarrollo. En consecuencia, en el foro también intervienen los países receptores de capitales, de manera indirecta, mediante su presencia en las comisiones de trabajo. Por ejemplo, el grupo encargado de estudiar las medidas para reducir la volatilidad de los capitales incluye representantes de Chile y Malasia, países que han implementado controles de capitales al ingreso de capitales (Chile) y al ingreso y salida de los mismos (Malasia)<sup>12</sup>.

El Foro establece doce estándares cruciales para el funcionamiento de un sistema financiero estable: disseminación de la información, supervisión bancaria, supervisión de seguros, regulación de los valores (*securities*), regímenes de insolvencia, gobierno corporativo, rendición de cuentas, auditoría, régimen de pagos de deuda, transparencia en la política fiscal y transparencia en las políticas monetaria y financiera.

En 1999, en una reunión conjunta del FMI y el Banco Mundial, se estableció el Financial Sector Assessment Program (FSAP). Su objetivo era identificar las fortalezas y debilidades de los sistemas financieros, para re-

11 El acuerdo de Bretton Woods de 1944 se logró con 44 miembros. Como sostiene Eichengreen (1998), pretender que todos los países participen, si bien es deseable, no es lo óptimo, pues sería más difícil llegar a acuerdos. El excesivo número de participantes llevaría a discusiones interminables sin resultados efectivos.

12 Pese a ello, la omisión de autoridades de los países en desarrollo, al menos en los primeros años del foro, aparece como un error; pues en un sistema financiero globalizado, la participación de todos los actores es crucial. Véase Griffith-Jones 1999.

ducir la probabilidad de ocurrencia de una crisis financiera. En el año 2000, se inició un programa piloto con la participación de veinte países, entre los cuales se encontraba el Perú. El FSAP amplió los códigos y estándares de los doce sugeridos por el Foro de Estabilidad Financiera a 65, basado en los trabajos de distintos organismos internacionales; fueron identificadas doce áreas, que se detallan en el cuadro 9.1.

Sin embargo, establecer los estándares es un tema; implementarlos es otro. En la búsqueda de identificar los incentivos necesarios que agilicen la implementación de los estándares internacionales, los organismos multilaterales se han basado en dos canales:

- La respuesta del mercado. Si los participantes del mercado pueden mostrar quiénes se encuentran en proceso de implementación de los estándares y quiénes no, entonces los primeros serán premiados por el mercado al acceder a fondos externos más baratos. Al inicio se pensaba que las agencias clasificadoras de riesgo privadas se encargarían de evaluar la consistencia de los estándares; pero ello no ocurrió. Entonces el sector oficial, en especial el FMI, asumió el liderazgo. Pero, ¿qué ocurre si un país hace público que aún no implementa los estándares? Ello podría precipitar una inmediata salida de capitales, lo que generaría una crisis.
- El FMI y el Banco Mundial otorgarían a aquellos países que están en proceso de implementación de los estándares un mayor acceso a fondos a menores tasas de interés, en caso requieran apoyo financiero.

Pese a ello, queda como tarea pendiente el hecho de designar quién o quiénes se encargarían de evaluar la adopción de los estándares. La idea de incorporar a los países en desarrollo en la tarea mencionada es uno de los campos donde se debe avanzar; de lo contrario, los estándares estarían definidos por agencias internacionales, quienes a pesar de las buenas intenciones, pueden desconocer la realidad de cada país.

**Cuadro 9.1**  
**Códigos y estándares**

| <b>Área</b>  | <b>Estándar clave</b>  | <b>Organismo internacional</b> |
|--|--|--------------------------------|
| <b>1. Política macroeconómica y transparencia</b>    |  |                                |
| Transparencia en la política monetaria y financiera  | Código de buenas prácticas en la transparencia de las políticas monetaria y financiera | FMI                            |
| Transparencia en la política fiscal                  | Código de buenas prácticas en transparencia fiscal                                     | FMI                            |
| Diseminación de la información                       | Special Data Dissemination Standard (SDSS)   | FMI                            |
| <b>2. Infraestructura institucional y de mercado</b> |  |                                |
| Insolvencia  | Principios para un sistema efectivo de insolvencia                                     | Banco Mundial                  |
| Gobierno corporativo                                 | Principios del gobierno corporativo  | OCDE                           |
| Contabilidad   | Estándares contables internacionales (IAS)   | IASC                           |
| Auditoría  | Estándares internacionales de auditoría (ISA)  | IFAC                           |
| Pagos  | Principios básicos del sistema de pagos  | CPSS                           |
| Integración de mercados                              | 14 recomendaciones del Financial Action Task Force                                     | FATF                           |
| <b>3. Regulación financiera y supervisión</b>        |  |                                |
| Supervisión bancaria                                 | Principios de una efectiva supervisión bancaria  | BCBS                           |
| Regulación de valores                                | Objetivos y principios de la regulación de valores                                     | IOSCO                          |
| Supervisión de seguros                               | Principios de supervisión de seguros   | IAIS                           |

Fuente: elaboración propia.



### 3.3. La provisión de liquidez oficial en tiempos de crisis

La necesidad de proveer liquidez como mecanismo para enfrentar una crisis es un principio aceptado. Inclusive Feldstein (1999: 1) sugiere que la liquidez es la clave para la protección de un país frente a las crisis, no solo como un elemento central una vez que la crisis estalla, sino como un componente crucial para evitarla: “Liquidity is the key to self-protection. A country that has substantial international liquidity—large foreign exchange reserves and a ready source of foreign currency loans— is less likely to be object of a currency attack”.

La resolución de las crisis financieras de la década anterior ha tenido como ingrediente fundamental los paquetes de rescate internacional, liderados por el FMI<sup>13</sup>. A partir de la crisis mexicana, el FMI ha incrementado sus recursos a través de aumentos en las cuotas de los países miembros (1998), el establecimiento de una opción de financiamiento excepcional durante las crisis (1997) y la creación de una línea de crédito contingente (CCL) en abril de 1999, con el objetivo de proveer financiamiento a países que enfrenten una situación de contagio.

Desde su creación, el FMI ha prestado a los países que mostraban desequilibrios fundamentales en sus balanzas de pagos. La CCL ha sido una respuesta para ampliar el espectro del FMI, de modo que financie a países con dificultades **antes y no después de que se agoten las reservas**. Este es un requerimiento esencial en una época de rápidas salidas de capital, capaces de desestabilizar las economías en pocos días, y que fue una lección aprendida por la comunidad internacional durante las crisis de México y Asia Oriental. También es una respuesta al requerimiento de nuevas líneas de crédito de países víctimas del contagio financiero. De esta manera, la CCL ha implicado una ampliación del papel del FMI del área de recomendaciones para la prevención de las crisis a aquella que involucra consideraciones de contagio. Esta facilidad es una línea de defensa disponible para futuros problemas de balanza de pagos que puedan aparecer como consecuencia del contagio financiero internacional. En la medida que se

13 Conviene diferenciar el rol del FMI como **financista de emergencia**, de aquel que en los bancos centrales y en un ámbito nacional se denomina **prestamista de última instancia**. El FMI provee líneas de crédito excepcionales, pero no liquidez, pues la disponibilidad de financiamiento no es automática en tiempos de crisis (Griffith-Jones 1999). Los pros y contras del rol de prestamista de última instancia se discuten más adelante (acápite 4.3).

trata de un crédito y no de una donación, tiene un costo, reflejado en una tasa de interés. El objetivo es proveer los incentivos de modo que el país siga políticas macroeconómicas adecuadas y presente un entorno económico y financiero estable. Sin embargo, no está exenta de condiciones, que son las siguientes:

- Los países deben adoptar una combinación de políticas macroeconómicas que provean un entorno económico estable, de manera que en ausencia del contagio, no requieran financiamiento del FMI.
- Los países deben adherirse a los estándares internacionalmente aceptados, como los principios de supervisión bancaria de Basilea, el código de transparencia fiscal, etc.
- El FMI realza la importancia de una adecuada coordinación con los acreedores privados. Esta relación abarca el manejo de la deuda externa y un conjunto de acuerdos con el sector privado. El objetivo es monitorear la vulnerabilidad externa, a través del seguimiento de ciertos indicadores de sostenibilidad, como el nivel de reservas internacionales, el ratio deuda externa de corto plazo/PBI y el régimen cambiario. La idea es prevenir crisis de sobreendeudamiento privado, similares a las de Asia Oriental.

Como puede notarse, la idea central detrás de la iniciativa de un soporte financiero oficial está relacionada con la función de un prestamista internacional de última instancia, que se desarrolla con detalle en el punto 4.3 de este capítulo. Las iniciativas se han orientado a reducir el nivel de los fondos de los organismos multilaterales con relación al volumen total de los paquetes de rescate, pues el apoyo no condicionado rescata a los acreedores privados e incrementa el problema del riesgo moral, que seguirían tentados a prestar en exceso. Sin embargo, cuando la crisis es de liquidez (deuda, por ejemplo, a un pánico o a un contagio) y no de insolvencia, la provisión oficial de financiamiento debería realizarse sin condiciones.

Si los fundamentos económicos, antes de la crisis, eran sólidos, es muy probable que la crisis sea de liquidez y no de insolvencia. Este criterio de diferenciación actuaría como un prerrequisito para acceder a préstamos oficiales de emergencia. Un país con fundamentos económicos débiles igual sería sujeto de crisis, inclusive después de que termine el contagio o el pánico.

En el caso de una crisis de solvencia, la solución no se reduce solo a la provisión oficial de financiamiento. Las reformas para fortalecer los fundamentos macroeconómicos, atadas como condicionalidad, parecen ser necesarias (Fernández-Arias y Hausmann 2000). De no hacerse las reformas, el soporte financiero no reestablece la confianza y profundiza la crisis.

### **3.4. La involucración del sector privado**

Una de las expresiones más notorias de la globalización ha sido el rápido crecimiento de los flujos internacionales de capital privado, lo que se ha manifestado en inversiones y préstamos de un país a otro. El proceso ha sido beneficioso, pero al mismo tiempo ha expuesto a los países a crisis periódicas de confianza cuando las entradas de capital se han convertido en salidas.

Por ejemplo, la crisis asiática no fue originada en desbalances del sector público, sino en un excesivo endeudamiento del sector privado. Desde luego, esto no implica que el sector público no sea responsable, pues la ausencia de regulaciones al ingreso de capitales posibilitó que el sector privado se sobreendeudara; pero, de acuerdo con el mismo argumento, el sector privado debió evitar asumir riesgos excesivos que aumentaban la vulnerabilidad de la economía. Ante ello, si el sector privado fue parte del problema, también debe ser parte de la solución. Por esta razón, **el tema de los mecanismos apropiados para involucrar al sector privado en la resolución de las crisis, es central dentro del debate de la reforma de la arquitectura financiera internacional** (Roubini 2001, FMI 1999).

Las razones por las cuales el sector privado tendría que participar en la solución de las crisis son dos:

- Los programas de rescate internacionales, liderados por el FMI, han sido un elemento dentro del proceso de solución de las crisis. Para ello necesita recursos, que provienen de las cuotas anuales de los países miembros. Entre 1970 y 1999, el total de las cuotas ha crecido en términos reales en 170%. En el mismo período, las economías de mercado emergentes han crecido en 250%, el comercio mundial en 440% y las corrientes de capital del sector privado en 850%. Esto significa que el monto de recursos disponibles para préstamos del FMI representa menos de la décima parte del total de la deuda externa de los países de ingresos medios y bajos (FMI 1999). Como consecuen-

cia, el FMI enfrenta una limitación de recursos y dispone de menos margen de maniobra que el banco central de un país que enfrenta una crisis. La razón estriba en el hecho de que el banco central (a través de las superintendencias de bancos) puede ofrecer, mediante un seguro de depósitos, una garantía de que al menos parte de los mismos serán cubiertos; dicho de otro modo, la autoridad monetaria puede imprimir circulante e inyectarlo al sistema bancario (salvo que exista una junta de convertibilidad o un régimen de dolarización oficial).

La incapacidad del FMI para intervenir de una manera similar a la de un banco central es uno de los motivos que induce a los países a negociar de manera directa con sus acreedores para mantener el acceso al financiamiento. **Esta negociación directa entre el acreedor y el deudor privado para reestructurar las deudas se denomina participación del sector privado en la solución de la crisis.**

- Bajo el supuesto de que el FMI dispusiera de recursos ilimitados, tampoco sería deseable que facilite todas las divisas necesarias para enfrentar una situación de pánico por parte de los inversionistas. La razón está en el **riesgo moral**, es decir, el peligro de que los países no se disciplinen y que los inversionistas sigan incentivados a otorgar créditos, bajo la presunción de que serán rescatados por la comunidad financiera internacional cuando la crisis estalle. Por ejemplo, es posible suponer que el paquete de rescate mexicano de 1994-95 haya alentado inversiones imprudentes en Asia Oriental o en Rusia.

Ahora bien, si el país que ha afrontado una crisis implementa un programa creíble de reformas y las complementa con un apoyo financiero moderado, es posible que los inversionistas y prestamistas privados recobren la confianza y se reestablezca el acceso del país al capital externo. En estos casos, el sector privado contribuye a la solución de la crisis en forma voluntaria.

Pero, ¿qué ocurre si el país necesita, en el corto plazo, un volumen de divisas que excede a lo que el FMI y otros organismos internacionales están dispuestos a facilitar y, en paralelo, tiene pocas probabilidades de obtenerlas del sector privado? En este caso, **es posible que el país solicite a los acreedores privados que limiten sus demandas de reembolso.** Pero la tarea no es simple, pues mientras los acreedores no recuperen la confian-

za mantendrán la exigencia de que el país repague sus compromisos adquiridos. Dicho de otro modo, ¿qué hacer si el país tiene una carga de deuda insostenible, de modo que la dificultad no solo es de iliquidez, sino también de insolvencia? **En ese escenario, resulta inevitable la reestructuración de la deuda del país.**

Sin embargo, aquí puede aparecer un problema de **acción colectiva**. Cuando una entidad quiebra, los acreedores suelen juzgar que les conviene, en forma colectiva, contribuir a la solución de la crisis financiera; para lograrlo, tienden a moderar sus demandas de pago. Si esto es así, ¿por qué los organismos multilaterales intervienen, ya sea para incentivar o exigir esa moderación? La primera razón está en el deseo de evitar que cada acreedor por separado busque cobrar lo antes posible o trate de bloquear el programa de reestructuración de la deuda, y de esta forma obtener ventajas sobre el resto de acreedores. Otra razón alude al problema del *free rider* (polizones). Si un país logra un acuerdo de reestructuración de su deuda, la capacidad del mismo para servir la parte de la deuda cuyas condiciones originales no se modifiquen aumenta. En consecuencia, aparece un incentivo para que los acreedores se abstengan de participar en el acuerdo y luego se aprovechen de las mejores perspectivas de reembolso.

Si estas dos situaciones se llevan a la práctica, ¿qué puede hacerse para limitar la acción de los acreedores que exigen que se les pague toda la deuda o para persuadirlos de que actúen con moderación? Los enfoques varían de acuerdo con cada caso y dependen del tipo de deuda y de acreedor.

- **Deuda bancaria**

Si la mayor parte de la deuda corresponde a créditos bancarios, el método para obtener un aporte concertado de los acreedores se facilita si el número de estos es pequeño. Por ejemplo, en los primeros meses de 1999, fue posible conseguir que los bancos mantuvieran abiertas las líneas de crédito para los prestatarios brasileños, luego de que el anuncio de un programa negociado con el FMI no lograra detener la salida de capitales. Los prestamistas cooperaron con la solución, pues no querían poner en peligro las relaciones comerciales con Brasil, establecidas tiempo atrás. Sin embargo, esto no siempre ocurre.

El enfoque con respecto de Corea, a finales de 1997, fue más duro. Las reservas del país estaban casi agotadas tras haberlas destinado al pago de los préstamos de bancos coreanos obtenidos del exterior. La posibilidad

de un incumplimiento era inminente. El G10 presionó a los bancos de sus países para que reestructuraran la deuda con los bancos coreanos, en lugar de exigir su cancelación. La maniobra funcionó, pero el G10 empleó ese método debido a las repercusiones que un incumplimiento coreano hubiera tenido sobre la estabilidad del sistema financiero mundial. Es dudoso que el mismo método se hubiera usado para un país menos importante en el sistema. Ahora bien, si este mecanismo de coerción se utilizara de manera regular (de manera que los bancos se vean obligados a mantener abiertas las líneas de crédito en un país), los bancos podrían decidir reequilibrar sus carteras de préstamos, mediante la exigencia del pago de otros países. El temor de verse sometidos a ese tipo de presión podría haber sido suficiente para incentivarlos a solicitar la cancelación de los reembolsos (FMI 1999).

- **Bonos soberanos**

En el capítulo anterior se ha mostrado el crecimiento de la emisión de bonos como mecanismo de financiamiento externo, que inclusive ha superado a los créditos bancarios obtenidos del exterior. Esto significa que los acreedores privados son más numerosos, anónimos y, por ende, difíciles de coordinar. En el mismo sentido, es menos probable que mantengan relaciones comerciales estables con los países a los cuales prestan. Pese a ello, la experiencia reciente muestra que la reestructuración de la deuda contraída mediante la emisión de bonos ha sido menos complicada que lo esperado a partir de las consideraciones anteriores.

Pakistán alcanzó un acuerdo para la reestructuración general de su deuda externa a principios del año 2000. En 1998, se produjo una crisis de liquidez cuando el aumento de la deuda externa de corto plazo coincidió con la reducción del flujo de recursos oficiales externos debido a las pruebas nucleares que inició el país. La deuda reestructurada incluyó depósitos mantenidos en instituciones financieras pakistaníes, bonos emitidos por las autoridades nacionales y créditos bancarios concedidos al Gobierno y empresas públicas. Los bonos pakistaníes estaban en su mayoría en poder de instituciones financieras y particulares del Oriente Medio. Las autoridades lograron contactarse con los titulares del 40% de la deuda y negociaron una oferta aceptable de canje.

Ecuador atravesó dificultades en 1999. En setiembre de ese año fue el primer país que dejó de pagar los intereses de los bonos Brady, que eran títulos creados para reestructurar los créditos bancarios impagos de la déca-

da de 1980. Los acontecimientos políticos impidieron la normalización de las relaciones entre Ecuador y sus acreedores. Sin embargo, en mayo del 2000, las autoridades ecuatorianas anunciaron que estaban dispuestas a reestructurar la totalidad de los US\$ 6650 millones de bonos Brady e internacionales, e insistieron en que no habría acuerdos paralelos con grupos separados de acreedores. La oferta de canje por nuevos bonos a 30 y 12 años se lanzó el 27 de julio, exigiéndose una aceptación del 85% para que entrara en vigor. Luego del anuncio, el precio de los bonos ecuatorianos en el mercado secundario aumentó, lo que era un indicio de que el mercado consideraba la oferta como aceptable. Al final, el 98% de los titulares de los bonos aceptó la oferta.

Sin embargo, estas experiencias no impiden que aparezcan litigios perturbadores. El caso peruano es ilustrativo. El Perú tuvo que pagar a una empresa denominada Elliot Associates, porque esta había conseguido en junio del 2000 que un tribunal de Bruselas dictara una orden que habría significado que el Perú dejase de abonar intereses por los bonos Brady, lo que habría llevado a la empresa a una quiebra. Si bien es cierto que los fundamentos jurídicos sobre los que Elliot Associates basó su defensa eran polémicos, esta tuvo éxito y el Perú se vio obligado a pagar. El problema es que este resultado podría incentivar a otros titulares de bonos a resistir reestructuraciones futuras.

Pese a la evidencia presentada, los acreedores privados han sostenido que los planes oficiales para incorporarlos a la solución de las crisis son contraproducentes. Argumentan que la reestructuración forzada de los bonos ahuyenta de los mercados emergentes a los inversionistas y reduce el acceso de las economías emergentes a los mercados de bonos. No obstante, en la práctica ello no ha ocurrido, pues el flujo bruto de financiamiento privado hacia las economías emergentes se ha recuperado, desde el punto mínimo de finales de 1998 (como consecuencia de la moratoria rusa). **Ello mostraría que los acreedores privados requieren de reglas de juego que expliquen el cuándo y el cómo de la participación del sector privado.** El tema es debatible, pues los casos son distintos y la idea sería buscar un punto medio entre una excesiva rigidez de las reglas y la necesaria flexibilidad para llegar a acuerdos satisfactorios para ambas partes.

En lo que sí existe consenso es en la necesidad de mejorar la comunicación entre los países deudores, los acreedores privados y las instituciones financieras internacionales. El FMI (1999) propone una **participación constructiva**. En el nivel del sistema financiero mundial, el FMI ha creado

un Grupo Consultivo sobre Mercados de Capital, donde representantes de las principales instituciones financieras del sector privado se reúnen con cierta periodicidad con la gerencia del FMI para tratar temas de interés común. La primera reunión se llevó a cabo en setiembre del 2000, incluyéndose como temas de estudio la evolución de las corrientes de capital y las repercusiones de las medidas que tomen el FMI o la comunidad financiera internacional. Sin embargo, **no existe un modelo universal que indique la mejor manera de conseguir la participación constructiva en un país determinado.**

El objetivo de la participación constructiva es facilitar las negociaciones en caso de crisis; pero ello no elimina el problema de la acción colectiva, pues algunos deudores pueden no estar interesados en mantener una relación de largo plazo con el país al que han prestado. Una manera de facilitar la reestructuración en estas circunstancias es que los contratos incluyan cláusulas que limiten la capacidad de los acreedores disidentes para obstaculizar un acuerdo. El FMI (1999, 2000b) menciona tres de ellas: las **cláusulas de decisión mayoritaria**, de acuerdo con las cuales las condiciones de reestructuración acordada por una determinada mayoría de titulares de los bonos sean obligatorias para la minoría; **las cláusulas de reparto**, que significan que los fondos que un titular de los bonos haya conseguido mediante recurso a los tribunales se repartan con otros titulares en proporción a las tenencias de cada uno; las **cláusulas de representación colectiva**, en virtud de las cuales es más fácil reunir una mayoría, pues permiten que otras personas representen a los titulares de los bonos en las reuniones de los titulares.

Solo una cuarta parte de las emisiones de bonos internacionales y Brady de las economías emergentes incluye estas cláusulas. La mayoría está sometida a la jurisdicción de los tribunales de Nueva York, que no favorece las negociaciones y exige que todos los titulares de los bonos estén de acuerdo con todas las modificaciones de las condiciones de pago.

Otro tema vinculado a lo anterior es la posibilidad de que la comunidad internacional apruebe una suspensión temporal del pago de la deuda de un país si fuera de interés público. El FMI ha concedido créditos a países con atrasos frente a los acreedores privados, con la condición de que estén en proceso de negociación para lograr un acuerdo común. Este respaldo, que podría denominarse **suspensión de pagos con aprobación oficial**, resulta insuficiente, pues **no ofrece protección legal al país frente a los acreedores.** Aquí las opiniones están divididas. Por un lado, la amenaza de una suspensión forzada podría incentivar a los acreedores a



que cooperen de manera voluntaria; pero por otro, también podrían buscar la salida más próxima antes de lo que habrían hecho en ausencia de esa suspensión. Apoyar una suspensión en un país podría incentivar a los acreedores a vender sus activos o a exigir el repago en otros países, con lo cual se exporta la inestabilidad, es decir, se contagia a otros países.

Fernández-Arias y Hausmann (2000) sugieren la creación de una **Corte Internacional de Quiebras**, encargada de autorizar una moratoria de los deudores domésticos cuando el país atravesase por dificultades que hagan imposible el repago y no solo porque no desean repagar. Esta determinación acabaría con cualquier acción legal en contra de los deudores. La transferencia del poder de decisión de no pago a una instancia independiente de las partes brinda mayor flexibilidad a la decisión final. Ahora bien, si ante una determinación de la Corte, el país insiste en no pagar, entonces perdería la protección que la misma le proveería en otras circunstancias. El problema con esta opción está en la definición de los miembros de la Corte, así como los estándares que establecerían para llegar a una decisión.

La Corte Internacional de Quiebras puede entenderse como otra manera de enfrentar el problema de un pánico financiero que origine una corrida de fondos de un país. De manera análoga a una corrida bancaria doméstica, se busca permitir una suspensión temporal de los pagos, de modo que, en principio, cumpliría funciones similares a las de un prestamista de última instancia. Así se rescata al país sin inyectarle fondos, mediante la autorización de una moratoria temporal. Sin embargo, la analogía entre un régimen de quiebras doméstico e internacional no es perfecta. Una entidad judicial doméstica puede embargar los activos físicos y, por último, despedir al directorio de una empresa. En el ámbito internacional, es cuestionable que una corte internacional de quiebras pueda tener el derecho de intervenir en un país deudor y proceder de la misma forma como lo haría una corte interna.

#### **4. *El papel del FMI: hacia una redefinición***

El papel del FMI ante las crisis financieras internacionales ha sido materia de un amplio debate. Las críticas van desde las medidas sugeridas ante las crisis (Radelet y Sachs 1998a y 1998b), hasta aquellas que cuestionan su tradicional condicionalidad (Rodrik 1999a), sugieren una reforma del mismo (Calomiris 1998) e inclusive proponen su abolición (Niskanen

1999). Como es de suponer, el FMI ha defendido su posición mediante diversos comunicados y documentos, que pueden obtenerse en su página web ([www.imf.org](http://www.imf.org)). Como sostiene Eichengreen (1999b: 2), “Respectable voices call for expanding the IMF, shrinking the IMF, merging it with the World Bank and the BIS, spinning off its surveillance and lending functions to regional monetary funds, and even abolishing the institution”.

Desde luego, cualquier evaluación sobre el papel del FMI contiene una carga subjetiva y, por ende, es difícil arribar a un consenso<sup>14</sup>. Sin embargo, el FMI es el eje del sistema financiero y monetario internacional que se pretende reformar; de ahí que la mayoría de críticas con respecto a él en el fondo aluda al sistema global diseñado en Bretton Woods en 1944. También es cierto que el FMI ha estado en el ojo de la tormenta antes de las crisis financieras internacionales de la década de 1990. Los detractores más radicales han culpado al FMI y sus políticas de todos los males que enfrentan los países en desarrollo. Mientras tanto, el FMI se defiende, aunque tampoco se puede negar que su posición contiene también una carga subjetiva, es decir, una visión sobre cómo deberían funcionar las economías de modo que sus habitantes logren mayores niveles de bienestar.

La propuesta del FMI ante las crisis puede sintetizarse del siguiente modo:

Con respecto de las **economías emergentes**, Fischer (1998a) sugiere cinco temas: políticas macroeconómicas adecuadas, que incluyan la elección del régimen cambiario; fortalecimiento del sistema financiero, de acuerdo con los requerimientos mínimos planteados en Basilea en 1996<sup>15</sup>; provisión de información de manera transparente, de modo que los inversionistas conozcan la situación real de cada país<sup>16</sup>; fortalecimiento de las finanzas corporativas, lo que incluye las leyes de quiebras; y la definición de medidas para enfrentar las salidas de capitales, dentro de las cuales las primeras líneas de defensa —aparte de las políticas macroeconómicas y

14 Además de ello no existe un escenario contrafactual, es decir, no se sabe qué hubiera pasado con la economía mundial de no haber existido el FMI.

15 Basle Committee on Banking Supervision, *Core Principles for Effective Banking Supervision*, Basilea, 1997. Este comité fue establecido por los gobernadores de los bancos centrales del G10 en 1975 y está compuesto por autoridades de supervisión bancaria. Tiene su secretaría permanente en el Bank for International Settlements, en Basilea.

16 El FMI creó *Special Data Dissemination Standard* (SDDS), al cual puede accederse a partir de su página web, provee información sobre las distintas economías del planeta.

el manejo cambiario— son un alto nivel de reservas y líneas de crédito contingentes por parte del sector privado.

En el caso de las **economías industrializadas**, es claro que la prosperidad global no es posible si estas, que representan las dos terceras partes del PBI mundial, no prosperan. El crecimiento estable y predecible de los Estados Unidos, Europa y Japón son claves para la estabilidad del sistema. Desde luego, también requieren de un sistema financiero sano que no se sobreexponga en las economías emergentes; para ello deben mejorar los sistemas regulatorios con respecto de la información de las actividades de los inversionistas internacionales.

Por último, con respecto de los **organismos multilaterales**, se sugieren varios temas. En primer lugar, mejorar el monitoreo de los flujos de capital internacionales, en especial aquellos de corto plazo; en segundo lugar, colaborar con la adopción e implementación de los estándares bancarios propuestos en Basilea; en tercer lugar, diseminar la información a los mercados y al público en general; y, por último, considerar cambios en las políticas de préstamos, lo que incluye la provisión de garantías y líneas de crédito contingentes.

No es fácil ser objetivo en una evaluación del FMI; pese a ello, en las líneas siguientes se presentan los principales puntos en discusión.

#### **4.1. Vigilancia y condicionalidad**

Una primera área de críticas al FMI ha sido la expansión de su vigilancia y condicionamiento.

La condicionalidad es el vínculo entre la aprobación o continuación del financiamiento del FMI y la implementación de elementos específicos de política económica en el país que recibe la asistencia financiera. Es decir, el FMI presta a los países miembros a cambio de que cumplan con ciertos compromisos adquiridos entre ambos, que son explicitados en las denominadas **cartas de intención**. Las áreas de condicionalidad han evolucionado a través del tiempo, en especial desde la década de 1980. En el proceso han surgido tensiones entre el deseo de cubrir aspectos de centrales de política funcionales al objetivo del programa y la importancia de minimizar la intrusión en la toma de decisiones nacionales.

El enfoque tradicional del FMI priorizó la búsqueda de la estabilización económica a través de recomendaciones en las políticas monetarias, fiscales y cambiarias de los países que acudían a él en busca de apoyo

financiero, ante dificultades en sus balanzas de pagos. La **medicina tradicional** incluía medidas de contracción de la demanda interna con la finalidad de reducir los déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos. El ajuste permitía reequilibrar el desbalance externo y estabilizar la economía. Ello suponía costos para el país miembro, que se consideraban inevitables, pero que le facilitarían sentar las bases para un crecimiento sostenible<sup>17</sup>.

Como consecuencia de la turbulencia financiera internacional de la década de 1990, se agregaron nuevas áreas, como una supervisión bancaria y financiera prudencial, procedimientos de quiebras, gobierno corporativo y, en general, reformas estructurales e institucionales que van más allá del papel para el cual fue diseñado (Feldstein 1998). Mientras que esos temas no eran comunes en los programas del FMI en la década anterior, en la década de 1990 todos los programas incluyeron algún elemento de condicionalidad estructural. El número promedio de condiciones estructurales por programa ha aumentado de dos en 1987, a siete en 1994 y a 17 en 1997. Desde esta óptica ampliada, se plantea que interfiere en las prerrogativas tradicionales de los estados soberanos.

De acuerdo con el FMI (2001), la condicionalidad estructural ha aumentado por tres razones:

- a. A través del tiempo, el FMI ha incrementado su énfasis en el **crecimiento económico** como un objetivo de política, al reconocer que el aumento del crecimiento sobre bases sostenibles requiere fortalecer el lado de la oferta a través de reformas estructurales. El énfasis en el crecimiento ha sido una consecuencia de las críticas a la excesiva austeridad impuesta por los programas tradicionales de corto plazo de las décadas de 1970 y 1980.
- b. El FMI se ha visto involucrado, de manera creciente, con países donde las reformas estructurales eran consideradas como una parte importante del paquete completo de políticas. Con el establecimiento de la Facilidad de Ajuste Estructural (SAF) y luego con la Facilidad de Ajuste Estructural Ampliada (ESAF) en la década de 1980, el FMI se involucró en préstamos a países de bajos ingresos, así como a economías en transición. En estos dos grupos de países, las reformas estructurales estaban en el centro de la agenda. En ambos grupos, el ajuste externo y el crecimiento estaban restringidos por una serie de

17 Existen varias investigaciones que analizan el impacto de los programas de estabilización del FMI y los costos que conllevan. Se sugiere ver Hutchison 2001.

distorsiones estructurales y prestar sin afrontarlas no tenía sentido. En el caso de los países afectados por la crisis asiática, la raíz de la crisis estuvo en las vulnerabilidades del sector financiero; por lo tanto, se requería de reformas que afronten las mencionadas vulnerabilidades, como clave para restaurar la confianza sobre bases sostenibles.

- c. Los objetivos fiscales y monetarios dependen de un modo crítico de las condiciones estructurales del país, dentro de las cuales se incluye la necesidad de remover las distorsiones y establecer las bases institucionales, de modo que pueda funcionar una economía de mercado.

Esta ampliación de la condicionalidad, que está incluida en las propuestas oficiales de reforma de la arquitectura financiera internacional, sugiere tres hechos concretos. En primer lugar, una de las lecciones oficiales extraídas de la crisis asiática fue que las razones estructurales desempeñaron un papel preponderante en la aparición de la crisis; por ello, la prevención de futuras crisis requiere implementar una serie de reformas que enfrenten los problemas estructurales. En segundo lugar, los países deben adoptar los nuevos códigos y estándares, que a su vez deben ser certificados por alguna agencia internacional. En tercer lugar, el acceso a préstamos de corto plazo del FMI está sujeto a que los países cumplan con las sugerencias anteriores. Es decir, los recursos del FMI están disponibles siempre y cuando los países orienten sus políticas internas hacia esta agenda ampliada, que es percibida como necesaria para que el país recupere la confianza del mercado.

Ante ello, Rodrik (1999a) plantea que la condicionalidad ampliada contiene riesgos, como los siguientes:

- La agenda ampliada supone un modelo de desarrollo económico que no ha sido probado; de esta manera, anula estrategias que han funcionado en el pasado u otras que podrían ser exitosas en el futuro. Asia Oriental tenía los problemas estructurales identificados por el FMI varias décadas antes de la crisis. Sin embargo, con ellas había logrado altas tasas de crecimiento con equidad. El hecho de reducir la autonomía nacional en la formulación de una estrategia de desarrollo es un costo para los países en desarrollo.
- Es dudoso que la nueva agenda asegure la estabilidad del sistema financiero internacional. No se ha probado que se reduzca el riesgo sistémico, es decir, no se sabe si los capitales van a continuar su tendencia a la abrupta reversibilidad.

Existen dificultades prácticas para implementar la mayoría de reformas institucionales.

Entonces, el planteamiento oficial sugiere que en un mundo de libre movilidad de capitales es imposible corregir el sistema financiero internacional sin hacer lo mismo con los sistemas financieros domésticos, cuya estabilidad solo puede lograrse con reformas institucionales. Ahora bien, es incuestionable la necesidad de un sistema financiero estable y ello supone reformas. **Lo que se cuestiona es si estas reformas deben o no ser parte de la condicionalidad del FMI.** Por ejemplo, cada país podría designar sus propias instituciones reguladoras en función de sus características económicas, culturales y legales, que permitan conciliar la necesidad de participar en los mercados financieros internacionales con sus propias tradiciones. Lo que debe quedar claro es que los mecanismos de regulación y determinación de estándares mínimos de cada país deben diseñarse de tal modo que reduzcan la probabilidad de atravesar por episodios de crisis y, en consecuencia, ahuyenten al capital extranjero.

Más allá de las críticas, el hecho objetivo es que la condicionalidad ha aumentado. Como una medida de salvaguarda, el FMI realiza los desembolsos al país por tramos: el primero se recibe con la firma del acuerdo; los siguientes dependen de que el deudor cumpla con los compromisos adquiridos en el documento inicial. Ahora bien, otros acreedores distintos del FMI (oficiales o privados) condicionan sus préstamos al país deudor al éxito en la implementación del programa firmado con el FMI. En consecuencia, si el país no avanza en la dirección del acuerdo inicial con el FMI, puede perder el acceso al financiamiento de otras fuentes. Así, el costo de incumplir con lo acordado entre el país y el FMI confiere a este último el papel de acreedor principal (Goldstein, 2001).

Frente a esta realidad, la condicionalidad no hace justicia a los problemas que aparecen en la implementación de las medidas. Inclusive, la recesión puede ser más profunda que la anticipada al inicio y la revisión del programa supone negociaciones que no se hacen con rapidez. Esto plantea un problema de eficiencia en la burocracia del FMI, que atenta contra el avance de las reformas. Sin embargo, si el país no solicita asistencia del FMI, el mercado forzaría al país en crisis a adoptar políticas similares a las que tendría que implementar dentro de un acuerdo con el FMI (el caso de Malasia es ilustrativo al respecto). "Put in other words, when the bottom line results in IMF programs countries look good, the outcome would have happened anyway (without the IMF); and when the results look bad, they

reflect the negative influence of IMF policy conditionality and advice” (Goldstein 2001: 23).

Allan Meltzer (1999) recomendó que el FMI elimine la mayoría de requerimientos estructurales presentes en la nueva condicionalidad. En lugar de ello, los países deberían calificar para asistencia de corto plazo del FMI si cumplen con las siguientes precondiciones:

- Libertad de entrada y operación de instituciones financieras externas.
- Publicación regular de la estructura de maduración de la deuda externa.
- Capitalización adecuada de los bancos comerciales.
- Equilibrio fiscal.

Los países en desarrollo que cumplan con estas condiciones serían elegibles de manera inmediata para préstamos de corto plazo del FMI. Los países industriales no serían elegibles para estos préstamos, pues la tarea le correspondería a sus respectivos bancos centrales. El apoyo para las reformas estructurales de largo plazo debería ser responsabilidad del Banco Mundial o bancos de desarrollo regionales, como el Banco de Desarrollo Asiático, el Banco de Desarrollo Africano y el BID. Dicho de otro modo, la división tradicional de funciones entre el FMI (estabilización macroeconómica y ajuste en la balanza de pagos) y el Banco Mundial (reformas estructurales y alivio de la pobreza) debería mantenerse, eliminándose la superposición entre ambos, consecuencia de la agenda ampliada del FMI.

La crítica central no está en el retorno a la división del trabajo de los organismos multilaterales (que cada vez adquiere más consenso), sino al hecho de que las **precondiciones no son suficientes para prevenir crisis financieras, pues parece que no restauran la confianza**; inclusive pueden aumentar la inestabilidad. Además, la focalización en las economías emergentes fuertes (implícita a partir de las precondiciones) dejaría fuera a un buen número de países miembros del FMI, como aquellos de bajos ingresos, así como a economías en transición. Por último, ¿quién juzgaría si el país cumple con los prerequisites? ¿Y la presión política en cada país? La idea de cumplir con ciertas precondiciones para recibir asistencia financiera del FMI está presente solo en la **Línea de Crédito Contingente** (CCL) establecida en abril de 1999. Los países califican si tienen políticas macroeconómicas adecuadas, cumplen con los estándares internacionales y mantienen relaciones constructivas con sus acreedores privados. Previo a ello, el directorio del FMI determina si el país está afectado por

el contagio y si está dispuesto a ajustar sus políticas en la dirección correcta. Por lo tanto, el acceso a la CCL no es automático y ello ha sido uno de los factores que han incidido en que ningún país la solicite. El tema de los prerequisites parece no ser el camino apropiado.

## 4.2. El FMI ante la crisis asiática

El FMI ha sido criticado por su respuesta ante la crisis asiática (Radelet y Sachs 1998b, Feldstein 1998, Rodrik 1999a, entre otros). Los críticos sostienen que las sugerencias relacionadas con la implementación de políticas monetarias contractivas, altas tasas de interés, reestructuración financiera y bancaria, reformas microeconómicas y otras, profundizaron la crisis en lugar de atenuarla. Las razones estaban en que los países asiáticos afectados por la crisis no mostraban desbalances fiscales ni altas tasas de inflación, que sí fueron síntomas objetivos durante la crisis de América Latina de la década de 1980. Entonces, ¿por qué adoptar políticas económicas restrictivas?

El FMI sostiene que los problemas, en el ámbito macroeconómico, se ubicaban en dos campos: el crecimiento del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos, financiado con capitales de corto plazo; y el contagio a otras economías. Ante la reducción del influjo de capitales era necesario disminuir el déficit externo, pues ya no había manera de financiarlo<sup>18</sup>. Ello, a su vez, requería reducir la absorción, es decir, la demanda interna. Entonces, la receta consistió en implementar políticas fiscales y monetarias contractivas.

Por el lado fiscal, hubiera sido poco deseable que la carga del ajuste recaiga solo en el sector privado, por lo que se favoreció el recorte fiscal. Si bien es cierto que estas medidas, que fueron relajadas de manera gradual, profundizaron la recesión, también lo es el hecho de que **un superávit fiscal no siempre es recesivo**. En un mundo de libre movilidad de capitales, los inversionistas irán donde se presenten las mejores condiciones de

18 La brecha externa era alta en Tailandia e Indonesia, pero no en Corea. En esta última, la caída del precio de los semiconductores aumentó el déficit en cuenta corriente de 1,7% del PBI en 1995 a 4,7% del PBI en 1996, pero a mediados de 1997 se había reducido a 2,5% del PBI. De ahí que Corea no requiriese de una contracción en la demanda interna, pues se trataba de un caso de iliquidez y no de insolvencia. En opinión de Feldstein (1998), Corea necesitaba una acción coordinada de los acreedores bancarios externos para reestructurar sus deudas de corto plazo y no una aplicación de la medicina tradicional del FMI.



rentabilidad. Un déficit fiscal se financia con deuda externa o interna y puede comprometer la estabilidad macroeconómica. Los acreedores del país evalúan de manera permanente la capacidad de repago de sus inversiones; es decir, se preguntan lo siguiente: ¿colapsarán las finanzas públicas?, ¿cuándo se declarará la moratoria?, ¿aparecerá un nuevo impuesto para cubrir el déficit?, etc. Estas posibilidades aumentan el riesgo país, lo que acentúa la salida de capitales o demora su retorno. Es por estas razones que una expansión fiscal puede ahuyentar la inversión privada, con lo que el resultado puede ser recesivo.

En general las críticas no se orientan a la necesidad de reducir la brecha externa, ni tampoco a los medios para lograrlo; más bien, aluden a que las propuestas del FMI fueron más allá de eso. Condicionaron los paquetes de rescate financiero a una serie de reformas (aquellas llamadas de segunda generación) que, en opinión de los críticos, no aseguraban el retorno de los capitales.

En el campo monetario, los aumentos en la tasa de interés —consecuencia de la política monetaria contractiva— no funcionaron (Eichengreen 1999b). Por un lado, el FMI sostiene que no se elevaron lo suficiente para lograr una defensa exitosa del tipo de cambio. Por otro, los críticos sostienen que las tasas de interés sí se elevaron a niveles altos, lo que provocó quiebras empresariales. Ello generó una espiral contractiva, pues al quebrar las empresas, aumentaron los índices de morosidad bancaria, extendiéndose el problema al sistema bancario. De esta manera, las altas tasas de interés generaron una salida mayor de capitales por el temor a la moratoria. En otras palabras, las tasas de interés se elevaron para defender el tipo de cambio y atraer capitales; pero, como la medida indujo a más quiebras (tanto empresariales como bancarias), las líneas de crédito externas se cerraron, pues —en la percepción de los acreedores— las probabilidades de repago futuro se redujeron.

El tema de fondo es preguntarse por el papel adecuado que debe tener una agencia internacional cuando un Estado soberano solicita su asistencia. Es útil recordar que el FMI no inicia un programa, sino que lo desarrolla para un país solo cuando este lo solicita. Como sostiene Feldstein, “The country is then the IMF’s client or its patient but not its ward. . . . The fact that a nation is in desperate need of short term financial help does not give the IMF the moral right to substitute its technical judgments for the outcomes of the nation’s political process” (1998: 9). La posición de Feldstein es que el FMI no debe aprovechar la oportunidad para imponer otras reformas económicas que no sean las necesarias para lidiar con un problema de

balanza de pagos, pues aquellas son responsabilidad del propio sistema político del país.

Sin embargo, las reformas en el sistema financiero doméstico de los países afectados eran necesarias, al margen de si eran o no requeridas por el FMI. Es posible suponer que la intromisión del FMI en áreas que iban más allá de sus requerimientos tradicionales, se debió al temor de que estas no se lleven a cabo (por la misma ausencia de consenso político interno), con lo cual no se hubieran podido armonizar las reformas internas con aquellas vinculadas con el sistema financiero internacional. Entonces, **el problema no está en la necesidad de las reformas, sino en que estas no garantizaban el acceso al mercado internacional de capitales**. Además, las reformas propuestas incluían temas muy sensibles desde el punto de vista político; por ejemplo, en el caso coreano aludían a cambios en la legislación laboral, regulaciones en la estructura y gobierno corporativo, alteraciones en las relaciones entre el Gobierno y el sector privado, etc.

El caso de Indonesia también es ilustrativo. El programa de 1997 incluía más de 100 condiciones estructurales. Se incluyeron, por ejemplo, medidas para implementar programas de deforestación, regular el parque automotor, abolir una contribución obligatoria del 2% para las fundaciones de caridad, eliminar acuerdos entre el Estado y el sector privado en la industria cementera, introducir un esquema de microcréditos para asistir a las pequeñas empresas, etc.

En síntesis, el debate se centró en los límites que debía tener la intervención del FMI. Para algunos fue excesiva, en el sentido de que se entrometió en asuntos internos de los países al pretender modificar de manera profunda los sistemas económicos y legales; para otros, era necesaria, pues el FMI es el guardián del sistema financiero internacional y su eventual reforma solo puede tener éxito si los sistemas financieros nacionales son estables. Feldstein (1998) sugiere que el FMI debe preguntarse tres cuestiones cuando decide insistir en alguna reforma en particular:

- ¿Es necesaria para restaurar el acceso a los mercados internacionales de capitales?
- ¿Es un asunto técnico que no interfiere en la jurisdicción propia de un gobierno soberano?
- Si las políticas sugeridas no son implementadas en las economías industrializadas, ¿sería apropiado forzar cambios similares si aquellos países estuvieran sujetos a un programa típico del FMI?

Solo si la respuesta es afirmativa a las tres preguntas, entonces el FMI debe insistir en la implementación de las reformas.

### 4.3. El papel de prestamista de última instancia y el riesgo moral

Como consecuencia de la crisis asiática, surgió la idea de crear un prestamista internacional de última instancia, con el objetivo de prevenir el contagio en los mercados financieros internacionales. Los argumentos a favor del mismo están basados en la analogía con el papel que los bancos centrales juegan dentro de una economía. Cuando un pánico bancario desestabiliza el sistema financiero nacional, **el banco central puede limitar el contagio a través de la provisión de liquidez al sistema; actúa así como prestamista de última instancia.** Como sostiene Giannini, “La intervención de un prestamista de última instancia equivale a suspender la disciplina del mercado, puesto que dicho prestamista está dispuesto a prestar en situaciones en las que ningún otro prestamista del mercado lo haría. Por lo tanto, la existencia misma de un prestamista de última instancia plantea un problema potencial de riesgo moral” (1999: 24). En un mundo de alta movilidad de capitales, se argumenta que sería necesaria una institución similar de nivel internacional. El FMI ha desempeñado una función parecida, al proveer préstamos de emergencia a cambio de una condicionalidad.

La idea de crear un prestamista internacional de última instancia está plagada de dificultades conceptuales y prácticas<sup>19</sup>. El aporte clásico al tema fue planteado por el economista del siglo XIX Walter Bagehot, en su libro *Lombard Street*, que se mantiene como la referencia básica para la conceptualización del tema. En esa época el marco monetario era bastante rígido, basado en el patrón oro y en severas restricciones a la oferta de dinero. El principal centro financiero del mundo, Londres, estaba en manos de pocas instituciones financieras. Ello permite explicar la doctrina de Bagehot: en una situación de deterioro, la primera acción que debe llevarse a cabo es deshacerse de la manzana podrida, es decir, dejar que se produzcan las quiebras, y luego acudir al rescate de los que puedan ofrecer buenas garantías y pagar altos intereses. La situación actual, caracterizada por marcos monetarios menos rígidos, con un banco central independiente y sin patrón

19 Inclusive no existe una definición aceptada de la expresión **prestamista de última instancia**. Ver Fischer (1999) y Saxton (1999), entre otros.

oro, ha llevado a que se hagan más comunes las operaciones de prestamista de última instancia dirigidas a instituciones específicas, inclusive algunas que están al borde de la insolvencia. En tiempos de Bagehot, la amenaza informal de expulsión del círculo financiero de Londres era suficiente para impedir un comportamiento imprudente. En la actualidad, la atribución formal de imponer sanciones, contenida en los estatutos de los bancos centrales y en la legislación bancaria, ha reemplazado a la presión social (Giannini 1999).

Con el objetivo de colocar el tema en perspectiva, es conveniente distinguir entre prestamista de última instancia (LOLR)<sup>20</sup> nacional e internacional. Los elementos distintivos de un **LOLR doméstico o nacional** pueden resumirse a partir de las siguientes proposiciones:

- El papel de LOLR le corresponde al banco central y está asociado con la prevención y mitigación de una crisis financiera, que quiebra una parte importante del sistema crediticio<sup>21</sup>. Las crisis financieras y los pánicos han ocurrido durante siglos y se relacionan con la pérdida de confianza en algunas instituciones, que puede contagiar a todo el sistema financiero. De ahí que el LOLR tenga dos roles: en primer lugar, como **prestamista**, de modo que provea liquidez para enfrentar una crisis. En segundo lugar, como **administrador de la crisis**, así la autoridad monetaria preste o no para este propósito, con el objetivo de coordinar o facilitar que otros agentes o instituciones sean incentivados para extender préstamos a una institución, cuyas dificultades pueden tener consecuencias sistémicas (Fischer 1998b).
- La necesidad de un LOLR aparece por dos características institucionales de los sistemas monetarios modernos: la reserva fraccional que mantienen los bancos y el monopolio gubernamental como emisor de moneda. La primera crea la necesidad de un LOLR, mientras que la segunda es el medio para satisfacerlo. El LOLR emite moneda y garantiza la liquidez necesaria en situaciones de pánico financiero o corridas bancarias.
- La responsabilidad del LOLR es más macroeconómica que microeconómica, pues garantiza la liquidez de todo el sistema, pero

20 Las siglas LOLR significan *lender of last resort*.

21 Si bien es cierto que el rol le corresponde al banco central, esto no significa que todos los recursos sean provistos por la mencionada entidad. Es posible hacer un paquete que incluya fondos del sector privado, siempre y cuando sea de su interés colaborar con la solución al problema de iliquidez.

no la de una institución financiera en particular. Más aun, el papel del LOLR no es la prevención de trastornos en el sistema financiero, sino más bien la minimización de las repercusiones secundarias de los trastornos mencionados. El LOLR se encarga de enfrentar situaciones de contagio que ponen en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

- En ningún caso, el LOLR tiene la obligación de sostener bancos insolventes. Su responsabilidad es la de promover la estabilidad monetaria, pues es un asunto macro, pero no proteger los intereses de los propietarios de los bancos. Esto se debe a que el LOLR no interviene en las decisiones de préstamos de los intermediarios financieros individuales.
- El propósito del LOLR es evitar que los problemas crediticios se conviertan en crisis sistémicas. A pesar de que las operaciones de un LOLR pueden prevenir corridas bancarias, su propósito último es prevenir el colapso monetario (Saxton 1999).
- La función del LOLR corresponde a una estabilización de corto plazo que no presente conflicto con los objetivos de largo plazo del banco central, como la estabilidad de precios, debido a la inyección de liquidez.
- El LOLR debe ser transparente. Sus objetivos y operaciones deben ser conocidos y de dominio público antes de que ocurra una crisis. Para minimizar el problema de riesgo moral, la asistencia no debe proveerse a bancos insolventes, sino al mercado o a bancos solventes que experimenten un problema temporal de liquidez. En otras palabras, no debe rescatar a bancos insolventes, sino a los ilíquidos. Ahora bien, si el LOLR pudiera distinguir con exactitud entre ambos, intervendría solo en caso de situaciones de pánico financiero y no aparecería el riesgo moral; pero esta situación es utópica, por lo que el riesgo moral siempre va a existir, de lo que se trata es de minimizarlo.

La provisión de liquidez del LOLR puede realizarse a través de dos mecanismos. En primer lugar, la autoridad monetaria presta el dinero a cierta tasa de interés a aquellas instituciones financieras que presenten un adecuado colateral<sup>22</sup>. Esto asegura que la liquidez solo sea disponible para

22 La contribución clásica al respecto fue realizada por Bagehot (1873) que se sintetiza en la siguiente expresión: “in a crisis, the lender of last resort should lend freely, at a

aquellos bancos solventes, de modo que se provee la suficiente liquidez para prevenir una crisis. La existencia de una tasa de interés (es decir, el préstamo no es gratuito) raciona los préstamos solo a aquellos bancos solventes, pero ilíquidos. Si no existiera una tasa de interés, las instituciones financieras, tengan o no problemas, estarían tentadas a recurrir al LOLR inclusive en tiempos estables<sup>23</sup>. De esta manera, se minimiza la salida de capitales y se estabiliza el sistema financiero. La dificultad de este mecanismo estriba en los mecanismos de diferenciación entre instituciones insolventes de aquellas ilíquidas.

En segundo lugar, la liquidez es inyectada directamente al mercado a través de operaciones de mercado abierto; es decir, que los recursos no se asignan a una institución en particular. Desde esa óptica, al acomodar las demandas de liquidez en situaciones de emergencia, sirven para evitar crisis de liquidez de todo el sistema.

¿Cómo minimizar el problema del riesgo moral? En primer lugar, mediante regulaciones oficiales, de modo que los bancos cumplan con ciertas restricciones en sus actividades y limitar así excesivos riesgos en sus portafolios. En segundo lugar, fomentar el monitoreo del sector privado así como su autorregulación; esto puede lograrse si una parte de los fondos inyectados por el LOLR son privados. En tercer lugar, imponer costos a aquellos que cometen errores. Prestar a una tasa de interés y compartir las pérdidas entre los acreedores y deudores son algunos mecanismos.

La actuación de un **LOLR internacional** se expresa en un programa de rescate internacional, como los ocurridos en México y Asia Oriental. De manera análoga al LOLR doméstico, la presencia de un LOLR internacional es relevante cuando existen reservas bancarias fraccionales y alguna moneda actúa como la moneda de reserva mundial (podría ser el caso del dólar). Por lo tanto, cuando ocurre una crisis financiera internacional, quienes manejan la moneda dominante tienen que aceptar su responsabilidad de proveer la liquidez necesaria, es decir, actuar como prestamistas internacionales de última instancia (Saxton 1999).

penalty rate, on good collateral, but the institutions that would be bankrupt in normal times should not be saved".

23 Si la tasa de interés fuera baja, los deudores en problemas no tendrían los incentivos suficientes para ser más cuidadosos en la siguiente oportunidad. Verían al prestamista no como "de última sino de primera instancia". Además, los deudores sin problemas estarían tentados a asumir riesgos excesivos, pues sabrían que existe una fuente barata de créditos en caso de dificultades.

Los paquetes de rescate internacional han sido liderados por el FMI y los países industrializados; sin embargo, los arquitectos del sistema de Bretton Woods rechazaron la noción de un LOLR internacional o un banco central mundial, pese a que recibieron algunas propuestas al respecto. El temor al poder que tendría una institución en términos de creación excesiva de dinero mundial fue la razón central. La idea era que la función del LOLR se mantuviera dentro de las fronteras nacionales. Entonces, **el FMI no tiene poderes de crear dinero**. En lugar de ello, el FMI fue diseñado para asistir a los países miembros con problemas de corto plazo en la balanza de pagos, a través de préstamos. En términos estrictos, el FMI no puede catalogarse como un LOLR, pues carece de las características distintivas que lo definen. Los fondos que presta el FMI no provienen de la creación de dinero por parte del mismo, sino de las contribuciones (cuotas) que hacen los países miembros. Como los aportes son limitados, **el FMI no puede prevenir un colapso abrupto de la liquidez internacional, porque, en términos simples, no tiene la liquidez necesaria para hacerlo**. Además de ello, el FMI no puede actuar con la rapidez necesaria de un LOLR. Las decisiones de un LOLR doméstico deben tomarse de manera rápida. Por ejemplo, cuando el FMI presta dinero a un país miembro, existe un proceso de negociaciones que supone definir las condicionalidades, que luego son expresadas en documentos de entendimiento o cartas de intención. Las decisiones del comité ejecutivo del FMI están sujetas a la aprobación de los directores ejecutivos, quienes las consultan antes con sus autoridades nacionales. Todo esto lleva tiempo. Aun si el FMI deseara actuar como LOLR, no tiene la información suficiente para discriminar entre instituciones insolventes e ilíquidas de un país en particular. Pese a todo lo anterior, dada la casi movilidad completa de capitales y el clima competitivo del sistema financiero internacional, se ha tornado inevitable decidir qué se puede hacer para cumplir con la función de LOLR.

¿Por qué los países industrializados, agrupados en el G7, estuvieron dispuestos a participar en los paquetes de salvataje? En opinión de Rogoff (1999), lo hicieron porque era de su propio interés. El comercio con los países en desarrollo provee a los países de la OCDE de una diversidad de beneficios, que se verían reducidos en caso de una brusca contracción de las economías emergentes. La inestabilidad financiera de los países en desarrollo afecta al sistema bancario de los países industrializados. Por ejemplo, la precaria situación de los bancos japoneses motivó los paquetes de rescate a Tailandia, Indonesia y Corea, en la medida que los primeros estaban sobreexpuestos, mediante préstamos a los países mencionados.

Al margen de lo anterior, extender las atribuciones de un LOLR de una autoridad nacional a una institución internacional es una tarea compleja, al menos por tres razones:

- La distinción entre **iliquidez e insolvencia**. Un LOLR internacional debería proveer liquidez limitada en el primer caso y demandar reestructuraciones y ajuste en el segundo. Los problemas de información e intromisión en asuntos nacionales son evidentes.
- El problema del **riesgo moral**. Los bancos centrales de cada país implementan regulaciones prudenciales en las instituciones financieras domésticas con el objetivo de garantizar un comportamiento disciplinado. También tienen el poder de cerrar o fusionar instituciones financieras débiles o insolventes. Esta capacidad no existe en el ámbito internacional. Cuando el FMI organizó los paquetes de rescate en México y Asia, incluyó como parte de la condicionalidad este tipo de acciones (por ejemplo, cierres de bancos) y fue ampliamente criticado (Radelet y Sachs 1998b).
- El tema de los **recursos**. Un banco central puede emitir dinero e inyectar liquidez; como se ha visto, el FMI no tiene esa capacidad. Como los recursos son limitados, resultan insuficientes para hacer creíble el papel de LOLR. Para cumplir este papel, el FMI tendría que incrementar de un modo sustancial sus recursos, cuya viabilidad política no es clara, pues supondría aumentos considerables de las cuotas de los países miembros.

Más aun, el entorno internacional difiere del doméstico (nacional) en varios aspectos. En primer lugar, los organismos internacionales tienen menos autonomía técnica en relación con las instituciones nacionales comparables. Los gobiernos nacionales no están dispuestos a desprenderse de sus atribuciones para enfrentar emergencias y, por lo general, optan por reacciones que, en su percepción, están más acordes con los intereses nacionales (Giannini, 1999). En segundo lugar, los organismos internacionales tratan con autoridades nacionales que están sujetas a limitaciones de política interna; además, son las responsables de brindar la información a partir de la cual se basa cualquier evaluación objetiva de la necesidad y conveniencia de un LOLR internacional. En tercer lugar, los organismos internacionales que tienen como objetivo minimizar el riesgo moral entre los acreedores, no pueden contar con la aplicación de normas formales de comportamiento (no existe un régimen internacional sobre quiebras) ni con atribuciones



para imponer sanciones. En síntesis, el control que los organismos internacionales pueden ejercer sobre los inversionistas depende de la cooperación de las autoridades nacionales, asunto complejo de coordinar, por la diversidad de intereses.

Con estas ideas en mente, ante las crisis de la década de 1990, la comunidad internacional tenía dos respuestas posibles: **ir al rescate, o dejar que las cosas sigan su curso natural**. Eichengreen (1999b) sostiene que es en este campo donde la arquitectura financiera internacional mostró mayores falencias. El hecho objetivo es que el FMI organizó programas internacionales de rescate en México y Asia Oriental, es decir, optó por la primera alternativa, convirtiéndose en una especie de **prestamista internacional de última instancia**. Las críticas no se hicieron esperar, pues se sostiene que se redujeron los incentivos para implementar las reformas, además de la condicionalidad impuesta para recibir los préstamos (ver acápite 4.1). El rescate del sector privado fomenta que se mantengan los préstamos riesgosos, pues, a la larga, alguien los va a rescatar; es decir, el hecho de percibir de antemano que ante una crisis existirá un rescatista reduce la disciplina necesaria para no caer en situaciones similares. **Este problema es una aplicación del riesgo moral al tema del LOLR.**

Sin embargo, en agosto de 1998, Rusia ilustró la segunda alternativa. La devaluación del rublo y la declaración de la moratoria de la deuda tuvo impactos devastadores, no solo sobre la economía rusa, sino también sobre el sistema financiero global. Se destruyó la confianza y se cortó el acceso del país a los mercados internacionales de capitales; además, la crisis se expandió por todo el mundo emergente.

La conclusión es que ambas alternativas (rescatar o no hacerlo y dejar que los eventos sigan su curso) son inaceptables. Se requiere de una tercera opción a los paquetes masivos de rescate internacional. La pregunta es la siguiente: ¿qué pueden hacer el FMI y la comunidad financiera internacional con un país que no puede cumplir con sus obligaciones externas? Pueden incentivar a los acreedores a reestructurar los préstamos existentes y proveer nuevos créditos al país deudor; de esta manera garantizan que la deuda reestructurada será repagada. Sin embargo, **esta opción no elimina el riesgo moral**. Como sostiene Feldstein, “But promising creditors that they will not lose in the current crisis also encourages those lenders and others to take excessive future risks. Banks that expect that private loans will be guaranteed by governments do not look as carefully as they should at the underlying commercial credit risks” (1998: 13).

En consecuencia **no existe una solución perfecta al problema del riesgo moral**. Más aun, los programas de rescate fueron organizados con rapidez, sin esperar un proceso de negociación directa entre acreedores y deudores. La comunidad internacional facilitó los recursos en corto tiempo, lo que incrementó la percepción de los acreedores de que pueden ser rescatados rápidamente.

Toda esta discusión ha llevado a debatir la existencia misma de una entidad que actúe como prestamista internacional de última instancia; las posiciones bipolares son las siguientes:

- a. **La existencia de un LOLR internacional es necesaria** (Fischer 1999, Calomiris 1998, entre otros). Las razones se centran en un hecho objetivo: los flujos internacionales de capitales son volátiles y contagiosos, con signos de pánico financiero. El LOLR puede mitigar los efectos de la inestabilidad. La premisa es que la movilidad internacional de capitales es beneficiosa para todas las economías; pero para que ese potencial se materialice, deben reducirse la frecuencia y la escala de las crisis de la cuenta de capitales. Por lo tanto, la función principal de un LOLR internacional moderno no es la simple provisión de recursos, sino más bien la de actuar como un administrador de la crisis, papel que no supone enormes montos de capital.

Como se ha visto, los arquitectos del sistema de Bretton Woods proveeron un marco para el uso de **controles de capitales**. Algunos de ellos, en particular los que limitan en influjo de capitales de corto plazo, pueden conceptualizarse como un régimen de transición, mientras se fortalece el marco macroeconómico y la estructura financiera. El uso de controles a la salida de capitales fue adoptado por Malasia en 1998. En América Latina se abolieron esos controles en la década de 1990, no solo porque eran ineficientes, sino porque eran costosos en términos del acceso a los mercados de capital internacionales.

Fischer (1998b) arguye que no solo se requiere de un LOLR internacional, sino que el FMI debe desempeñar un papel crucial en el mismo. A pesar de que el FMI no emite dinero y, por ende, no está en condiciones de crear liquidez, **sí puede liderar un esfuerzo internacional**, de manera que el financiamiento de los paquetes de rescate no recaiga solo en él. Esto quedó demostrado con los paquetes de salvataje de la década de 1990: solo una parte fue provista por el FMI; el resto provino de otras agencias e inclusive de países industrializados, de modo que se conformó una especie

de unión crediticia. Además, en las crisis financieras de dicha década, la salida de capitales impidió la actuación del LOLR doméstico, pues este no tiene la capacidad de crear dólares. El problema fue de huida de dinero extranjero y no de moneda nacional.

Por lo tanto, si se acepta la necesidad de un LOLR internacional, dentro del cual el FMI desempeñe un papel, la cuestión principal es la siguiente: **¿cómo puede el sistema financiero proveer un seguro sistémico contra la iliquidez sin engendrar un mayor riesgo moral?**

Calomiris (1998) propone la necesidad de establecer reglas ex ante y creíbles, que asignen de manera apropiada las pérdidas expost a agentes privados, gobiernos y agencias internacionales. La definición de la asignación del riesgo para garantizar la estabilidad financiera global requiere segmentar el riesgo entre las tres partes. Por un lado, el sector privado debe conocer las reglas ex ante y las pérdidas en las cuales incurriría si asume inversiones consideradas de alto riesgo; de lo contrario, si sabe que será rescatado, no será disciplinado en la toma de decisiones. Por otro lado, está el gobierno: ¿qué porcentaje de las pérdidas será asumido por el gobierno y, por lo tanto, por los contribuyentes, que son quienes en realidad pagan los rescates financieros? Por último, el FMI debe evaluar las pérdidas a las que se enfrenta; es decir, ¿cómo financia el FMI los programas de rescate?, ¿quiénes los pagan? Esto supone clarificar los criterios que definen los préstamos del FMI. El asunto no se reduce a que, en una eventual crisis, un país se limite a esperar el rescate, pues el objetivo de los programas de salvataje es maximizar la eficacia en la protección contra la iliquidez y minimizar los costos que aparecen como consecuencia del riesgo moral. La efectividad de ese marco institucional debe ser transparente y creíble, no solo desde el punto de vista económico, sino también debe tener viabilidad política.

A fines de 1997, el FMI introdujo la SRF (Supplemental Reserve Facility), que permite que un país que atraviesa por una crisis, acceda a préstamos de corto plazo con una penalidad (es decir, con una tasa de interés). Estos préstamos se hicieron a Corea, Brasil y Rusia, sujetos a una condicionalidad, que puede ser entendida como otro elemento de la penalidad o como el colateral necesario para recibir el préstamo. Para lidiar con el problema del riesgo moral, la adopción de los estándares internacionales aumenta la calidad de la regulación oficial. Esto, unido a las mejoras en la transparencia y en la provisión de información por parte del sector público, mejora el monitoreo y la autorregulación del sector privado; la misma penalidad reduce el problema de riesgo moral. Si un país sabe que en caso de crisis podrá obtener un préstamo de rescate, pero sujeto a una tasa de

interés y a una condicionalidad, se obliga a disciplinarse y a evitar, hasta donde sea posible, incurrir en políticas que conduzcan a una crisis. Calomiris (1998) sugiere que el FMI actúe como LOLR solo si los recursos se otorgan con una penalidad (con lo cual se sigue la regla de Bagehot) y si el país en cuestión cumple con un conjunto de requerimientos, en especial en el sistema financiero.

La **tasa de interés** que cobra el FMI es un promedio ponderado de las tasas de interés de corto plazo de Estados Unidos, Francia, Alemania, Japón y Reino Unido. En 1997 fue de 4,7%, para luego descender a 4,4% en 1998 y a 3,9% en 1999. En el año 2000, aumentó a 5,1% (Goldstein 2001). Estas tasas son menores que las que los países en dificultades tendrían que pagar si recurrieran al mercado internacional de capitales. En consecuencia, aparece un subsidio, que promueve un endeudamiento excesivo con el FMI, así como el riesgo moral. De ahí que existan propuestas, como aquella de la Comisión Meltzer para elevar la tasa que cobra el FMI. Dicha comisión propone que la tasa debería ser mayor que aquella que los países obtienen en el mercado internacional de capitales, una semana antes de la firma de un acuerdo con el FMI<sup>24</sup>. El Tesoro de los Estados Unidos concluyó que la propuesta de Meltzer no era viable, pues ponía en riesgo la estabilidad financiera del país deudor. Fischer (1999) arguyó que la tasa de interés del LOLR internacional debería definirse en función de la tasa de interés vigente en tiempos normales y no aquella que prevalecía una semana antes del acuerdo con el FMI.

En este punto conviene precisar dos aspectos. En primer lugar, cuando los países acuden al FMI por una asistencia financiera de emergencia, es porque el financiamiento de los mercados privados internacionales no está disponible; en otras palabras no tienen alternativas. En segundo lugar, la principal diferencia entre un préstamo del FMI frente a uno similar del sector privado internacional está en la condicionalidad que impone el FMI. La condicionalidad tiene un costo político, pues sus oponentes pueden soste-

24 La Comisión Meltzer fue creada en 1998 por el Congreso de Estados Unidos, como la Comisión Asesora de las Instituciones Financieras Internacionales. Bajo la presidencia de Allan Meltzer, tiene la misión de informar sobre el rol de las instituciones financieras internacionales y recomendar la política futura de los Estados Unidos con relación a esas instituciones. La Comisión Meltzer ha sido bastante crítica y ha recomendado una reestructuración de los organismos multilaterales, basada en la reducción de su tamaño y el retorno a sus funciones originales, de modo de evitar conflictos y superposición de funciones. Ver Tapia 2001.

ner que el país entrega las decisiones a extranjeros. Tampoco debe dejarse de lado el hecho de que los países recurren al FMI como última instancia, es decir, cuando los problemas en balanza de pagos alcanzan una dimensión mayor y la crisis externa es inminente. Como sostiene Goldstein (2001: 6), “countries come to the Fund late in the game”. Por lo tanto, la condicionalidad eleva la probabilidad de repago del préstamo<sup>25</sup>; por ello, una elevación de las tasas de interés no siempre reduce la frecuencia del endeudamiento con el FMI.

Otra dimensión relevante de los préstamos del FMI es **el tamaño del rescate**. El acceso normal a los fondos del FMI está limitado al 100% de la cuota anual del país y a 300% si se acumulan préstamos no solicitados. Los paquetes de rescate a México (1995), Tailandia (1997), Indonesia (1997), Brasil (1998), Argentina (2000) y Turquía (2000) se ubicaron en un rango de 500 a 830% de la cuota, es decir, sobrepasaron los límites. El rescate de Corea representó 1.900% de su cuota. El FMI sostiene que la evaluación del tamaño del rescate debe realizarse sobre la base de otros criterios, en lugar de la cuota. Fischer (1999) arguye que si las cuotas actuales mantuvieran la misma proporción con respecto del PBI, que aquellas prevalecientes en 1945, las cuotas deberían ser tres veces mayores que las actuales.

La crítica central a los paquetes de rescate está en el tema del riesgo moral. Se plantea que la solución pasa por limitar el tamaño del rescate o elevar el costo de acceso a los mismos (es decir, la tasa de interés). Una de las propuestas al respecto fue planteada por el Council on Foreign Relations (CFR) Independent Task Force (1999). Proponen que el FMI debería diferenciar entre aquellas crisis que no afectan al sistema financiero internacional (que denominan *country crises*) de aquellas crisis sistémicas. Ambas deben tratarse de manera distinta. Para las *country crises*, el FMI debería retornar a los límites normales de acceso (entre 100% y 300% de la cuota del país). Para las crisis sistémicas, el FMI debería otorgar préstamos de emergencia, pues estas no siempre se deben a errores de política económica interna del país. El contagio financiero sería uno de los casos definidos como crisis sistémica.

- b. Una visión contraria y polar es la de Vásquez (1998), quien sostiene que **el FMI no debe intervenir** y, por lo tanto, la existencia de un LOLR internacional es innecesaria por tres razones. En primer lugar,

25 La experiencia demuestra que las moratorias rara vez ocurren con los préstamos del FMI; por lo general, se anuncian con respecto de las deudas privadas.

por el **riesgo moral** que crea la intervención: cuánto más rescates financieros realice el FMI, mayor será la posibilidad de que los países entren en crisis en el futuro, ya que los rescates estimulan un comportamiento imprudente por parte del gobierno y de los inversionistas, que esperan que, si algo va mal, el FMI los rescate. En segundo lugar, **los rescates son soluciones costosas, burocráticas e injustas**. La ayuda financiera reduce las pérdidas de los inversionistas, en vez de dejar que asuman la responsabilidad de sus decisiones. Además, el dinero del FMI va dirigido a gobiernos que han creado la crisis y que han mostrado poca disposición para introducir las reformas necesarias. Por último, son los ciudadanos, que no tienen nada que ver con la creación de la crisis, quienes tienen que pagar la deuda adicional impuesta por el FMI. En tercer lugar, **socava el desarrollo de soluciones de mercado superiores y menos costosas**. En la ausencia de un FMI, los acreedores y deudores se verían en la obligación de renegociar sus deudas o entrar en bancarrota. Ambas partes tendrían el incentivo para hacerlo, pues no hacer nada implicaría una pérdida completa. No existe razón para que los acreedores y prestatarios internacionales deban ser tratados de manera distinta a como son tratados prestadores y deudores en los mercados domésticos.

Un pánico financiero ocurre en el mercado monetario y puede solucionarse con rapidez con la intervención de un LOLR. Una crisis financiera ocurre cuando se produce una brusca caída de los precios de los activos y bienes raíces, una depreciación sustancial de la moneda nacional y las empresas e instituciones financieras incurren en una moratoria. En opinión de Schwartz (1999: 2), el FMI se presenta como un administrador de la crisis financiera y un prestamista internacional de última instancia ante un pánico financiero. "It is a confusion of two roles in a domestic setting, and betrays a faulty resetting of a domestic LOLR as an International LOLR".

Otra de las críticas es que el FMI requiere de la votación aprobatoria de su directorio ejecutivo para tomar acciones. No es una autoridad independiente, como sí lo son los bancos centrales nacionales. Por lo tanto, a pesar de los mecanismos introducidos por el FMI a raíz de la crisis mexicana (como el Emergency Financing Mechanism), no puede actuar con la rapidez que sí lo haría un banco central. Pese a ello interviene, lo que lo convierte en una institución paternalista "whose staff assumes that it possesses wisdom superior to that of the officialdom of the countries to

whom it is lending. It acknowledges *ex post*. An emerging market country that gets into trouble does not need the ministrations of the IMF to overcome its difficulties” (Schwartz 1999: 3).

Por lo tanto, si un país tiene problemas de pagos con sus acreedores, son las autoridades del país las que tienen que negociar con sus acreedores externos y no el FMI. Si a pesar de ello, el país no puede cumplir con las condiciones para endeudarse con el sector privado, entonces requiere de apoyo financiero, pero no en la forma de préstamos del FMI, sino como donaciones (Vásquez 1999).

Desde luego, esta visión extrema es cuestionable. Un país que enfrenta una crisis financiera requiere liquidez de manera urgente. ¿Bajo qué criterios la comunidad internacional estaría dispuesta a realizar donaciones, más aun si no sabe si el país realizará las reformas necesarias para solucionar la situación? ¿No se magnificaría el problema de riesgo moral? Si estos no son los escenarios, ¿de dónde obtendría el país en crisis mientras soluciona sus desbalances? ¿Qué certeza tendría el país de que en plena crisis los mercados privados estarán dispuestos a prestar fondos? En última instancia, el FMI podría competir con los acreedores privados para otorgar los créditos. De hecho, no resulta simple responder a estas interrogantes. La solución puede ubicarse en un lugar intermedio entre las dos visiones polares descritas. La comunidad financiera internacional debe buscar ese punto medio, que minimice el problema del riesgo moral y, al mismo tiempo, no abandone a un país en crisis, pues varios factores que la originaron resultan ajenos a él.

#### **4.4. Una propuesta extrema: la abolición del FMI**

La condicionalidad explícita en los préstamos otorgados por el FMI induce al país a implementar un conjunto de reformas necesarias para evitar crisis futuras, que en pocos casos ha sido exitoso (Niskanen 1999). La mayoría de gobiernos de los países en desarrollo, una vez que reciben los créditos subsidiados del FMI, se convierten en adictos a los mismos. Basta revisar el historial del FMI para estar de acuerdo con la afirmación anterior. Además, la magnitud de los flujos de capital bajo el patrón oro (antes de la Primera Guerra Mundial) era mayor que la actual. En esa época no existía el FMI, ni otra institución equivalente que podría crear el problema del riesgo moral y las crisis financieras también eran frecuentes y profundas; por lo tanto, la existencia del FMI no es un requisito para las crisis (Fernández-Arias y Hausmann 2000).

Ante ello, varios investigadores (la mayoría de los cuales conforma el Instituto Cato, de orientación liberal) han propuesto abolir el FMI. Las principales razones esgrimidas son las siguientes:

- El FMI es incapaz de actuar como un efectivo prestamista de última instancia (las razones fueron presentadas en el acápite 4.3). No tiene capacidad de crear dinero, no tiene la suficiente información para distinguir entre instituciones insolventes e ilíquidas, el proceso de negociación es lento, etc.
- El FMI no ha probado ser efectivo en la promoción de políticas económicas necesarias para evitar crisis financieras futuras. El FMI fue establecido para proveer préstamos de corto plazo para financiar desequilibrios en la balanza de pagos bajo un sistema cambiario fijo. Con el tiempo ha evolucionado y se ha convertido en un consultor de desarrollo internacional y ha otorgado préstamos subsidiados para inducir a los países en desarrollo a adoptar políticas que, bajo la presunción del FMI, son de su propio interés. El problema es que el FMI no ha sido efectivo en este papel. Las diferencias entre el ingreso per cápita entre las naciones ricas y pobres se ha incrementado, tal como lo han hecho las crisis financieras.
- Las negociaciones posteriores a las crisis, en lo que se refiere a las condiciones del FMI para otorgar préstamos, convirtieron una crisis de liquidez en una de insolvencia. Las recomendaciones del FMI no lograron evitar los colapsos cambiarios y los préstamos oficiales no se otorgaron con rapidez; las depreciaciones hicieron que el pago de los préstamos de los deudores domésticos al sistema financiero ya no sean viables (dado que se endeudaban en dólares, pero obtenían sus ingresos en moneda nacional).

Esta visión sugiere que existe un papel potencial para el FMI como LOLR internacional, pero para ello **se requiere un cambio profundo en la manera como el FMI opera**. Las condiciones de elegibilidad para un préstamo deberían hacerse sobre bases no discriminatorias y anunciadas antes de la crisis, en lugar de ser negociadas de una manera discrecional después de producida. A su vez, esto implicaría que el FMI no otorgue préstamos a aquellos gobiernos que no cumplan con las condiciones definidas antes de la crisis. Bajo este marco, el FMI otorgaría préstamos con rapidez a cualquier deudor ilíquido pero solvente, de acuerdo con los prin-



cipios de Bagehot (a una tasa de interés y, siempre y cuando, el deudor cuente con un adecuado colateral).

Sin embargo, lo anterior supone un cambio profundo de la cultura institucional. El FMI tendría que reemplazar a la mayoría de sus economistas por banqueros, además de desarrollar la capacidad de avisar a los países miembros que no son elegibles para recibir nuevos préstamos (Niskanen 1999). En la medida que estas opciones se consideran poco factibles, se concluye que la mejor alternativa es abolir al FMI. “The world will not collapse without the IMF. In fact, an unfettered international monetary system will provide the appropriate incentives for governments to implement the market-based institutional reforms needed for self-sustaining economic growth and it will improve the efficiency and coordination of global capital flows. The IMF is obsolete, unnecessary and counterproductive. It is time to abolish the fund and strengthen market-based alternatives” (McQuillan 1998: 17).

## **5. Conclusiones: ¿y América Latina?**

Como se ha visto a lo largo de este capítulo, las discusiones sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional abordan una variedad de temas y aún parece lejos encontrar consensos. Lo cierto es que las crisis financieras han cuestionado el funcionamiento del actual sistema monetario y financiero global, basado en la conferencia de Bretton Woods de 1944. El eje de ese sistema fue el FMI, de ahí que todos los estudios giren en torno del mismo.

Cuando el FMI fue creado no existía la enorme movilidad de capitales privados que caracterizó a la década de 1990; sus abruptos cambios de dirección fueron la manifestación de un cambio en el entorno internacional con consecuencias negativas para el bienestar de una gran parte de la población mundial. De ahí que el soporte político para mantener las políticas liberales se haya reducido. En América Latina, desde inicios de la década de 1990 se implementaron una serie de reformas estructurales a favor del libre mercado, pero a pesar de ello, sufrió una profunda contracción desde 1998, originada más en factores externos que internos. El contagio financiero, la lenta reacción de los organismos multilaterales y el deterioro de los términos de intercambio fueron algunos de los elementos distintivos luego de 1998 (con relación al desenvolvimiento posterior a la crisis mexicana de 1994-95).

Los organismos multilaterales han intentado adaptarse a estos cambios y han recomendado diversas medidas para prevenir, administrar y manejar las crisis en caso ocurran. Por ejemplo, en los últimos años ha habido avances en la implementación de estándares internacionales, en la difusión y transparencia de la información, en el rediseño del FMI, etc., cuya finalidad ha sido que los capitales privados actúen con mayor prudencia y permitan un sistema financiero mundial más estable. Sin embargo, las reformas se han implementado a partir de la premisa de que **las crisis fueron el resultado de un exceso de liquidez provocado por el riesgo moral**; de este modo, la postura oficial es que los retornos privados están inflados de manera artificial.

El riesgo moral se origina en dos aspectos. En primer lugar, en las garantías implícitas de los gobiernos al sector privado en general y al bancario en particular; todo ello dentro de un contexto interno caracterizado por una débil supervisión financiera. En segundo lugar, en los paquetes financieros oficiales de rescate, diseñados para resolver las crisis. En la práctica rescataron al sector privado, lo que redujo la disciplina del mismo (Fernández-Arias 2000).

Las implicancias de este diagnóstico son tres: debe mejorarse la regulación financiera doméstica, lo que incluye la adopción de los estándares internacionales; debe reducirse el volumen de los paquetes de rescate financiero liderados por el FMI; y debe involucrarse a los inversionistas externos privados en la resolución de las crisis.

El resultado esperado de estas medidas, que responden a un diagnóstico en apariencia correcto (es decir, el influjo excesivo de capitales se debió al riesgo moral), es **un menor volumen de financiamiento privado externo**. Esto es una consecuencia directa de la reducción del riesgo moral, pues ello elevaría los riesgos privados hasta sus niveles correctos.

Sin embargo, los países en desarrollo requieren de capitales externos para poder crecer a tasas sostenibles, debido a los bajos niveles de ahorro interno que muestran. Del mismo modo, es indiscutible la contribución del capital extranjero (en la forma de inversión extranjera directa) en términos de transferencia tecnológica y conocimiento. De ahí, que la alternativa no sea impedir el ingreso de capitales, bajo la presunción de que el influjo excesivo de los mismos estuvo en la raíz de las crisis. Además, **el diagnóstico, basado en el riesgo moral, es cuestionable** (Fernández-Arias y Hausmann 2000). Si la causa principal de la contracción de América Latina posterior a 1998 **no fue el riesgo moral, sino el contagio financiero**, entonces no existen garantías de que al eliminar el riesgo moral se logre

la estabilidad financiera. Con excepción de Ecuador, en ningún otro país de la región hubo una crisis bancaria sistémica (este hecho pone en duda el argumento de la débil supervisión bancaria), una explosión inflacionaria, una crisis de deuda ni un colapso cambiario<sup>26</sup>. Esto refleja por lo menos algún grado de solidez de las reformas y debería reflejarse en una revisión favorable del riesgo crediticio en el futuro.

Los gobiernos de América Latina han estado (y están) preocupados al menos por cuatro hechos. En primer lugar, la volatilidad y reversibilidad de los flujos de capitales (a excepción de la inversión extranjera directa que ha mostrado mayor estabilidad). En segundo lugar, la insuficiencia de flujos privados de largo plazo que financien inversiones de largo plazo en diversas áreas, como infraestructura. En tercer lugar, la excesiva concentración de flujos de capital hacia los países grandes (más ricos, en términos relativos) de la región. En cuarto lugar, el contagio de un país a otro. En la actualidad, lo que le ocurre a cualquier país de la región es un riesgo para los demás. Cuando un país considerado grande (como Brasil, Argentina o México) presenta problemas, casi de manera inmediata las dificultades se extienden al resto de países. Los estallidos de las crisis han ocurrido cuando un país presenta dificultades de pagos con el exterior sean los acreedores y deudores, privados o públicos. En esas circunstancias, los inversionistas deciden retirar sus capitales no solo del país en problemas, sino de toda la región (este fenómeno se conoce como *flight to quality*). Entonces la crisis se extiende. Las autoridades monetarias de cada país se defienden, pero cuando la salida de liquidez adopta grandes magnitudes, es poco lo que se puede hacer. Las quiebras empresariales, la recesión y el descontento de la población son una consecuencia de lo anterior.

Bajo este escenario, la nueva arquitectura financiera internacional debe diseñarse de tal modo que los flujos privados de capital lleguen a la región en montos suficientes y de manera estable; además, debe prevenir la ocurrencia de crisis financieras y manejarlas de la mejor manera si es que ocurren. Desde luego, estos puntos no son de responsabilidad exclusiva de los países industrializados y de los organismos multilaterales, sino también de los países de América Latina, pues también son parte del mismo circuito. La estabilidad macroeconómica, las reformas institucionales y las reglas de juego claras y duraderas deben ser los pilares de atracción de capitales externos.

26 Inclusive, la devaluación brasileña de 1999 podría entenderse como un realineamiento cambiario, dado el entorno de baja inflación cuando fue implementada.

En contraste, los países industrializados enfrentan una preocupación distinta. Los paquetes de rescate internacional, que en parte han sido financiados por ellos (la otra parte fue financiada por los organismos multilaterales), son materia de cuestionamiento, ya que, en última instancia, la carga recae sobre los contribuyentes de dichos países. Por eso, el tema del riesgo moral ha estado en el tope de la agenda y las propuestas se han orientado a reducir la magnitud del soporte oficial y a forzar al sector privado a asumir parte de la carga. No es casual que la mayoría de propuestas esbozadas en este capítulo vaya en esa dirección, pues las mismas han partido de los organismos multilaterales y los gobiernos de los países industrializados, agrupados en distintos grupos como el G7. Pese a ello, existe consenso en que la arquitectura financiera internacional debe ser reformada, pero no en la forma de hacerlo ni tampoco en lo que hay que reformar.

La razón está en que los problemas son percibidos de manera diferente por cada uno de los participantes en el sistema financiero mundial. Por eso, la asimetría no está en el objetivo último (la búsqueda de un sistema financiero más estable), sino en las formas de lograrlo. Esto ocurre porque las diferencias en el diagnóstico sobre lo que debe solucionarse pueden interpretarse como un reflejo de una discrepancia en los intereses de los actores involucrados (Fernández-Arias y Hausmann 2000).

Los diagnósticos son abundantes y también las soluciones propuestas. Las dificultades están en conectar dichas soluciones con los problemas a resolver; la clave está en reconocer que el mercado financiero internacional está plagado de distorsiones y la reducción de una de ellas no siempre aumenta el bienestar. Por ejemplo, si el objetivo es eliminar los flujos de capital, porque son excesivos y volátiles, una alternativa podría ser suprimir la integración de las economías emergentes al mercado internacional de capitales. Sin embargo, ello tendría un costo enorme en términos de crecimiento económico potencial, dado el bajo nivel de ahorro interno de los países en desarrollo. Por lo tanto, **las reformas deben diseñarse de tal modo que beneficien en términos netos a todos los agentes del sistema (economías emergentes, países industrializados, sector privado y organismos multilaterales); solo así se asegurará una participación voluntaria de todos en los cambios propuestos.** De no existir alguna propuesta que cumpla con el requisito anterior, entonces aparecerán ganadores y perdedores, cualquiera sea la solución implementada. En ese escenario, los perdedores requerirán de algún mecanismo de compensación, que no es fácil encontrar. La falta de consenso

reseñada en este capítulo es un reflejo de la dificultad de avanzar de manera uniforme en todos los frentes.

Desde la perspectiva de América Latina, algunos avances en la reforma de la arquitectura financiera internacional son beneficiosos. Destacan la expansión de los recursos y las nuevas líneas de crédito del FMI, como la Supplemental Reserve Facility (SRF) y la Contingence Credit Line (CCL). En el mismo sentido, la focalización del FMI y otros organismos en la prevención de las crisis, el fortalecimiento de los códigos y estándares para la regulación prudencial y supervisión y el reconocimiento de que una apertura irrestricta de la cuenta de capitales puede ser riesgosa, son también elementos positivos.

Sin embargo, existen cinco aspectos a considerar (Griffith-Jones 2001):

- ¿Son los cambios significativos para crear un sistema financiero internacional que no indetermine el crecimiento y desarrollo en el contexto de amplios, pero volátiles y concentrados, flujos de capital?
- El proceso de reforma ha sido asimétrico. América Latina, a partir de las sugerencias con relación a los códigos y estándares internacionales, ha implementado una serie de medidas al respecto, pero no se puede constatar el mismo hecho en el ámbito internacional. **La sensación es que la arquitectura financiera internacional consiste en una serie de medidas nacionales adoptadas por los países en desarrollo.** Por ejemplo, la región ha avanzado en las áreas de transparencia y difusión de la información, pero las grandes instituciones financieras internacionales no han hecho lo mismo; el progreso en la regulación internacional de instituciones que manejan fondos mutuos ha mostrado pocos avances. El sesgo hacia las inversiones y préstamos de corto plazo se ha mantenido.
- La escasa participación de los gobiernos de América Latina en el diseño de la nueva arquitectura financiera internacional. Por ejemplo, las decisiones del G7 y el Comité de Basilea son tomadas sin la participación de representantes de la región; luego son comunicadas a través del G20 a la mayoría de países de América Latina. Por último, el FMI se encarga de viabilizar la implementación de las medidas planteadas por los países industrializados. En consecuencia, la condicionalidad del FMI se basa en recomendaciones de grupos dentro de los cuales América Latina tiene una casi nula participación.

- Los progresos en la reforma de la arquitectura financiera internacional pueden revertirse, si se siguen las recomendaciones de la Comisión Meltzer, revisadas en este capítulo.
- La adopción de los estándares bancarios en América Latina ha fortalecido a los bancos, pero ello no se ha materializado en un flujo de capitales más estable. De ahí que no sea claro el grado en que la implementación de los estándares haya limitado el desorden financiero internacional.

De esta manera, los países emergentes pueden conceptualizarse como **demandantes residuales**, que se benefician o sufren las consecuencias que los mercados financieros internacionales tienen sobre el sector real (productivo) de sus economías (Fernández-Arias y Hausmann 2000). Desde esta perspectiva, las economías emergentes con oportunidades de inversión productivas se benefician del acceso al financiamiento externo y sufren cuando se restringe. Por lo tanto, la evaluación de las reformas debe hacerse mediante un proceso de comparación entre el nivel de integración financiera en tiempos normales (es decir, cuando no se producen crisis) y el impacto negativo generado ante episodios de crisis. Si los países industrializados financian los paquetes de salvataje, también estarían dispuestos a aceptar un menor nivel de integración financiera. Dicho de otro modo, puede estar en interés de ambos aceptar una menor integración financiera; lo complicado está en determinar ese nivel adecuado, pues un menor flujo de capitales reduce las opciones de desarrollo de las economías emergentes.

No obstante, la nueva arquitectura debe incorporar un soporte financiero en caso de crisis; de ahí que desde la perspectiva de los países industrializados (que financian el paquete de salvataje) sean preferibles las reformas que busquen minimizar las crisis. Para América Latina, la provisión de financiamiento de emergencia durante ellas es uno de los pilares sobre los cuales se sustenta la prevención y el manejo de las crisis. Ningún país ha recurrido a la CCL, por el temor que implica señalar al mercado que el país atraviesa por problemas. Una opción es que un conjunto de países (que incluiría a algunos desarrollados) adopte al mismo tiempo la CCL; otra es que el acceso sea automático y no sujeto a una serie de prerequisites.

Por otro lado, la provisión del financiamiento para el desarrollo es clave. Los acreedores privados internacionales no prestan a largo plazo, por lo que el papel de los bancos multilaterales es crucial. La provisión de

financiamiento de largo plazo, la canalización de recursos hacia actividades de alto riesgo (pero esenciales para el desarrollo), los préstamos anticíclicos y el financiamiento de áreas de baja rentabilidad privada, pero alta rentabilidad social, son elementos fundamentales. Por ejemplo, la provisión de recursos especiales para combatir la pobreza en tiempos de crisis y afrontar el costo social de las mismas debe ser responsabilidad de los organismos multilaterales.

En síntesis, las iniciativas para reformar la arquitectura financiera internacional (provenientes de los organismos multilaterales y los países industrializados) parece que han estado guiadas por dos principios. En primer lugar, reducir el soporte financiero oficial con el objetivo de evitar el salvataje del sector privado y, por lo tanto, incrementar el riesgo moral. En segundo lugar, incrementar la estabilidad de los mercados financieros a través de limitaciones del flujo de capitales hacia las economías emergentes. El resultado, desde la perspectiva de América Latina, puede ser contraproducente, pues tiene efectos asimétricos en las partes involucradas. Las reformas orientadas a profundizar la integración financiera y el mayor crecimiento de la región pueden ser costosas para los países industrializados, en términos del riesgo financiero cuando ocurren las crisis.

Una agenda más apropiada, desde la perspectiva de América Latina, debe presentar al menos las siguientes características: buscar un balance más prudente entre el fortalecimiento de la infraestructura institucional a través de los códigos y estándares y la reducción de los flujos de capital de corto plazo; discriminar entre los problemas originados en el contagio financiero y aquellos relacionados con distorsiones estructurales, que se exacerban con el problema del riesgo moral; reconocer los límites que existen con respecto al conocimiento de lo que constituyen las políticas económicas adecuadas. Como sostiene Rodrik, "The current model is one in which the G7 work out all the details, and then conduct outreach to educate developing countries. The outcome of such a process will not only lack widespread legitimacy, it will also suffer from oversights arising from inadequate understanding of the developing countries circumstances" (1999a: 25).

Por ende, se requiere de un nuevo marco institucional para enfrentar los problemas de liquidez y de contagio. América Latina, como actor del circuito financiero internacional, ha sido sujeto de estos problemas, con enormes costos en términos de caídas del producto, así como mayores tensiones sociales y políticas. Como tal, debe participar en las discusiones sobre la reforma de la arquitectura financiera internacional, pues de lo contra-

rio estará al vaivén de las iniciativas de los demás agentes. Esto no implica ir en contra de las reformas de mercado; por el contrario, algunas de ellas deben profundizarse. El problema es que a pesar de ellas, América Latina puede ser sujeto de crisis no producidas en la región, sino en las distorsiones del mercado internacional de capitales.





# X

## ***Hacia una reforma de la arquitectura financiera internacional (II) La elección del régimen cambiario óptimo***

*If there is anything resembling a consensus on the exchange rate problem,  
it is that high capital mobility has rendered problematic the  
operation of intermediate arrangements between the extremes  
of floating and rigidly fixed rates.  
Barry Eichengreen (2000b: 2)*

### **1. Introducción y motivación**

Uno de los temas más relevantes dentro del rediseño de la arquitectura financiera internacional es la elección del régimen cambiario óptimo, es decir, aquel sistema cambiario que minimice la posibilidad de una crisis<sup>1</sup>. Una de las razones estriba en el hecho de que las crisis cambiarias ocurrieron cuando las autoridades monetarias, ante una sucesión de ataques especulativos, abandonaron la defensa del tipo de cambio y lo dejaron flotar. Los casos de México, Tailandia, Indonesia, Rusia, Brasil y Ecuador son una muestra de ello, pues todos tenían tipos de cambio ajustables, reptantes o alguna variante de los mismos.

Ante ello, se arguye que una de las lecciones dejadas por las crisis es que **en un mundo de libre movilidad de capitales es necesario aumentar la flexibilidad cambiaria**, para evitar presiones especulativas; estas solo conducen a una innecesaria pérdida de reservas, en un intento de defender lo indefendible, pues la salida de capitales, tarde o temprano, obliga al país a abandonar la defensa cambiaria. La otra opción consiste en **establecer una junta de convertibilidad (también llamada caja de conversión) o un esquema de dolarización oficial de la economía**.

1 Salvo que se mencione lo contrario, el tipo de cambio se referirá al número de unidades de moneda nacional por una de moneda extranjera. En el caso peruano, se refiere al precio del dólar expresado en soles.

Como consecuencia, el debate está centrado en la opción de casos polares: un país debe optar por una  **fijación dura**  o *hard pegs*, dentro de la cual están la junta de convertibilidad o cajas de conversión (*currency boards*) y la dolarización oficial, o un  **régimen cambiario flexible o flotante** . No parece haber un régimen cambiario intermedio (*soft pegs*) apropiado para los mercados emergentes, sino solo para soluciones de esquina o *corner solutions* (Larraín y Velasco 2000). Sin embargo, los sistemas flexibles en su versión pura, es decir sin intervención del banco central, no existen; por ello, pese a que la alternativa se presenta como polar, se aproxima más a un régimen intermedio.

La elección del régimen cambiario óptimo no es una tarea simple; más aun, ¿cómo se han comportado en los últimos años países con diferentes regímenes cambiarios? Larraín y Velasco presentan evidencias para tres grupos: el primero, conformado por Argentina y Hong Kong (ambos con junta de convertibilidad); el segundo, incluye a Australia, Nueva Zelanda y Singapur (economías pequeñas y desarrolladas con tipos de cambio flexibles); y el tercero a México y Chile (dos economías emergentes latinoamericanas con regímenes cambiarios flexibles). En el cuadro 10.1 se presenta información para los tres grupos entre 1995 y 1998<sup>2</sup>.

A partir del cuadro anterior es posible obtener algunas conclusiones tentativas:

- a. Los países con *currency boards* tienen una ventaja en materia inflacionaria con relación a Chile, México y Perú, pero no sobre Australia, Nueva Zelanda y Singapur. Los bancos centrales de este último grupo son entes independientes del poder ejecutivo y orientan la política monetaria a la estabilidad de precios. La reducción de los términos de intercambio en 1998 fue contrarrestada con una depreciación, pero aun así, la inflación se mantuvo baja.
- b. En términos del crecimiento del PBI, las economías con *currency boards* sufrieron una recesión, en tanto que Chile y México experimentaron una desaceleración del PBI más suave, al igual que el grupo 2 y el Perú.
- c. Los países más golpeados por la declinación en los términos de intercambio fueron Chile y Perú, seguidos por Argentina y Australia. En contraste, los términos de intercambio mejoraron para Hong Kong,

2 El caso del Perú, con un régimen de flotación administrada, ha sido agregado por el autor con respecto al cuadro original.

**Cuadro 10.1**  
**Fijaciones duras y tipos de cambio flexibles**

|                            | Crecimiento del PBI (%) |      |      |      | Inflación (%) |      |      |      | Términos de intercambio (%) |       |      |       |
|----------------------------|-------------------------|------|------|------|---------------|------|------|------|-----------------------------|-------|------|-------|
|                            | 1995                    | 1996 | 1997 | 1998 | 1995          | 1996 | 1997 | 1998 | 1995                        | 1996  | 1997 | 1998  |
| <b>Currency boards</b>     |                         |      |      |      |               |      |      |      |                             |       |      |       |
| <b>Grupo 1</b>             |                         |      |      |      |               |      |      |      |                             |       |      |       |
| Argentina                  | -4,0                    | 4,8  | 8,6  | 4,2  | 1,6           | 0,1  | 0,3  | 1,0  | 0,3                         | 8,1   | -2,4 | -3,9  |
| Hong Kong                  | 3,9                     | 4,5  | 5,3  | -5,1 | 7,0           | 6,6  | 5,2  | 3,0  | -1,5                        | 0,9   | 0,7  | 1,2   |
| <b>Regímenes flexibles</b> |                         |      |      |      |               |      |      |      |                             |       |      |       |
| <b>Grupo 2</b>             |                         |      |      |      |               |      |      |      |                             |       |      |       |
| Australia                  | 4,1                     | 3,7  | 2,8  | 4,9  | 4,6           | 2,6  | 0,3  | 1,0  | 3,7                         | 1,3   | 1,9  | -3,2  |
| Nueva Zelanda              | 3,0                     | 2,6  | 3,3  | -0,7 | 3,8           | 2,3  | 1,2  | 1,3  | -1,6                        | -0,8  | -1,7 | -0,5  |
| Singapur                   | 8,8                     | 7,8  | 6,8  | 1,5  | 1,7           | 1,4  | 2,0  | -0,3 | -1,7                        | 0,2   | 0,0  | 0,0   |
| <b>Grupo 3</b>             |                         |      |      |      |               |      |      |      |                             |       |      |       |
| Chile                      | 10,6                    | 7,3  | 7,1  | 3,4  | 8,2           | 6,6  | 6,0  | 5,0  | 14,8                        | -15,0 | 3,8  | -10,5 |
| México                     | 6,2                     | 5,2  | 7,0  | 4,8  | 52,1          | 27,7 | 15,7 | 18,6 | -1,3                        | 2,8   | -0,1 | -2,6  |
| Perú                       | 8,6                     | 2,5  | 6,7  | -0,4 | 10,0          | 11,8 | 6,5  | 6,0  | 6,5                         | -5,1  | 5,2  | -13,4 |

Fuente: Larraín y Velasco (2000: 106). El caso del Perú ha sido agregado por el autor.

- pero aun así este país experimentó una recesión de -5,1% en 1998. Por ello, “se puede asignar una mayor parte de la culpa de la fuerte recesión que ocurrió en ese país en 1998 al mecanismo de ajuste de su *currency board*” (Larraín y Velasco 2000: 106).
- d. Hong Kong y Singapur son economías similares en cuanto a tamaño, ubicación geográfica, ingreso per cápita y estructura. La diferencia está en el régimen cambiario. Singapur depreció su moneda a raíz de la crisis asiática y evitó una recesión de la dimensión de la de Hong Kong. Más aun, Singapur mantuvo una inflación baja, inclusive menor que la de Hong Kong.
  - e. En lo que respecta al riesgo país, entre 1995 y 1999, Argentina presentó un margen mayor que México, es decir, fue percibido como un país más riesgoso que México, a pesar del *currency board* (Larraín y Velasco 2000).
  - f. El Perú, con un régimen cambiario de **flotación administrada**, mantuvo su tendencia hacia la disminución de la inflación, mientras que el PBI se desaceleró, en un contexto de una fuerte caída de los términos de intercambio (-13,4% en 1998).

La evidencia presentada demuestra que con sistemas cambiarios distintos se obtienen resultados mixtos. Esto sugiere que **todo régimen cambiario presenta ventajas y desventajas**. Los *currency boards* parecen tener mayor éxito en el control de la inflación, pero no en la evolución del PBI. México y Chile muestran inflaciones bajas y un mejor comportamiento del PBI con regímenes flexibles. Luego de la crisis rusa, México permitió que el peso se depreciara, mientras que Chile evitó la depreciación a través de una política monetaria contractiva hasta setiembre de 1999, mes en que dejó flotar el tipo de cambio. El Perú también ha logrado controlar la inflación, a pesar de que el tipo de cambio no es tan flexible como parece (este tema se analiza más adelante). En este caso, el **miedo a flotar** (Calvo y Reinhart 2000) se origina por la dolarización del sistema bancario, en un entorno dentro del cual los agentes económicos obtienen sus ingresos en moneda nacional.

Con esto en mente, el objetivo de este capítulo es clarificar las ventajas y desventajas de estos sistemas o regímenes cambiarios, así como de los intermedios, pues la elección del régimen óptimo (si es que existe) dependerá del balance de los aspectos positivos y negativos de cada arreglo cambiario.

## **2. Los sistemas cambiarios**

A lo largo del tiempo, los economistas han abordado el tema del régimen cambiario en dos términos: el sistema cambiario fijo (que, como se verá más adelante, no es igual a la fijación dura) y el flexible o flotante. Sin embargo, en la práctica son pocos los países que han usado alguno de ellos (al menos en sus acepciones puras) y más bien han escogido alguno de los numerosos sistemas intermedios. Esto significa que existe un conjunto de regímenes cambiarios entre ambos extremos, cada uno con ventajas y desventajas. A continuación se presentan las principales opciones, ordenadas de acuerdo con el grado de flexibilidad, es decir, de menor a mayor flexibilidad (Frankel 1999, Schuldt 1999). La unión monetaria, la dolarización oficial y la junta de convertibilidad se denominan fijaciones duras, mientras que en el otro extremo se ubica el sistema cambiario flotante puro (sin intervención del banco central). Las demás opciones (entre la fijación oficial y la flotación administrada) se consideran regímenes intermedios.

- a. Unión monetaria**, que ocurre cuando un grupo de países adopta una moneda común, diferente de la de cualquiera de los miembros

que la componen. Un ejemplo es el uso del euro en la Unión Monetaria Europea<sup>3</sup>.

- b. **Dolarización oficial**, que implica eliminar la moneda nacional y adoptar una moneda extranjera (en este caso el dólar) como dinero legal. Panamá (1904), Ecuador (2000) y El Salvador (2001) se presentan como los casos más relevantes<sup>4</sup>.
- c. **Junta de convertibilidad o caja de conversión**, que es un arreglo monetario mediante el cual el tipo de cambio es fijado por ley a alguna moneda extranjera. La autoridad monetaria solo puede emitir moneda nacional si está 100% respaldada por moneda extranjera (en reservas). Algunos ejemplos son Hong Kong (1983), Argentina (1991), Lituania (1994), Estonia (1992), Bulgaria (1997) y Bosnia (1998). Los tres primeros están atados al dólar, mientras que los tres últimos al marco alemán.
- d. **Fijación oficial**, a través de la cual, la autoridad monetaria congela el tipo de cambio e intenta mantenerlo en un determinado nivel. El Perú, entre 1985 y 1987, se aproxima a esta opción.
- e. **Fijación adaptable (fijo pero ajustable)**, en este sistema se fija el tipo de cambio, pero no existe un compromiso explícito de mantenerlo. En el sistema de Bretton Woods (1944) se establecieron tipos de cambio fijos, pero podían variar ante un desequilibrio estructural de la balanza de pagos, previa autorización del FMI. Ha sido el régimen más popular del siglo pasado y fue usado por la mayoría de los países en desarrollo inclusive después del colapso de Bretton Woods (1971).
- f. **Tipo de cambio reptante (minidevaluaciones o crawling peg)**, ocurre en países con alta inflación, donde se preanuncia la devaluación semanal o inclusive diaria. La idea es que el tipo de cambio nominal aumente con la inflación, de manera que se mantenga estable el tipo de cambio real.
- g. **Fijación a una canasta de monedas**, mediante ella el tipo de cambio se fija a un promedio ponderado de otras monedas (las que conforman la canasta) y no a una moneda específica. Tailandia, antes de 1997, es un ejemplo.

3 Frankel (1999) clasifica la unión monetaria y la dolarización en el mismo grupo. Schuldt difiere, bajo el argumento de que existen diferencias cualitativas entre ambos sistemas.

4 En sentido estricto, la dolarización y la unión monetaria no serían regímenes cambiarios, pues si un grupo de países usa la misma moneda, no existe un tipo de cambio. Pese a ello, ambos son considerados como tales.

- h. Bandas cambiarias (*target zone*)**, implica que la autoridad monetaria establece los límites máximo y mínimo dentro de los cuales el tipo de cambio fluctúa de manera libre. La autoridad monetaria interviene en el mercado si el tipo de cambio se sale por encima (techo) o por debajo (piso) de la banda. Los límites pueden o no ser anunciados a los agentes económicos, de manera que podría existir una banda implícita. Si el rango de variación es muy amplio, se aproxima a un régimen cambiario flotante; a la inversa, si es estrecho, puede convertirse en un sistema fijo. Colombia y Ecuador (entre 1994 y 1999) y Venezuela (desde 1996) son algunos ejemplos.
- i. Flotación administrada (*sucia*)**, en este sistema no existe una meta específica para el tipo de cambio, pero la autoridad monetaria interviene en el mercado cuando considera que presenta fluctuaciones bruscas. Este sistema se aplica en el Perú desde 1990.
- j. Flotación limpia**, en este caso el tipo de cambio es determinado por el libre juego de oferta y demanda de divisas, sin intervención de la autoridad monetaria. Estados Unidos, Alemania y Suiza se aproximan a esta situación.

Desde luego existen diversas clasificaciones y cada una de ellas admite variantes. El FMI (1997) divide los regímenes cambiarios del siguiente modo: **sistemas fijos**, dentro de los cuales incluye arreglos cambiarios que fijan la moneda nacional a una moneda extranjera, al valor de los derechos especiales de giro y a una canasta de monedas. Los **sistemas flexibles** admiten las siguientes variantes: el tipo de cambio se ajusta de acuerdo con un conjunto de indicadores, la flotación administrada y la flotación independiente. Para algunos países, el régimen cambiario puede clasificarse como de flotación administrada o independiente, aunque en la práctica siguen una fijación informal.

De acuerdo con esta clasificación, el FMI sostiene que, de un total de 185 países, 47 tienen un régimen de flotación independiente (entre ellos, el Perú) y 45 de fijación dura, lo que deja a 93 economías con regímenes intermedios. Entre estas últimas, 25 fijan su tipo de cambio con respecto a una moneda, 13 a una canasta de monedas, 6 siguen un sistema de minidevaluaciones (*crawling peg*), 12 tienen bandas horizontales, 10 funcionan con bandas ajustables y 26 operan con un sistema de flotación administrada.

En consecuencia, a pesar de que la nueva ortodoxia sugiere optar por alguna solución de esquina (fijación dura o flotación limpia), la realidad

demuestra que existe un considerable número de países con regímenes intermedios.

### **3. Entre los sistemas cambiarios fijos y flexibles: algunas precisiones**

En este acápite se revisarán las ventajas y desventajas de los sistemas cambiarios fijos, flexibles e intermedios; más adelante se analizarán con detalle las alternativas de fijaciones duras, dada la trascendencia que tienen para la elección del régimen cambiario óptimo.

El sistema cambiario fijo, tal como fue concebido en Bretton Woods (1944), no es equivalente a lo que hoy se denomina fijación dura<sup>5</sup>. La confusión se origina en la acepción que recibe el término *fijo*.

Bajo un **régimen cambiario fijo (fijación oficial)** la autoridad monetaria (y no el mercado) determina (fija) el tipo de cambio y se compromete a mantenerlo. Por ejemplo, si en el Perú, el tipo de cambio se fija en 4 soles por dólar, entonces, el banco central se comprometería a comprar y a vender cada dólar a 4 soles. Esto significa que el banco central debe tener reservas para afrontar cualquier demanda por dólares; de manera análoga si algún agente económico desea vender dólares, la autoridad monetaria deberá usar soles para comprarlos. De ahí que la autoridad monetaria no pueda implementar una política monetaria independiente. Si por alguna razón los agentes económicos desean vender dólares, entonces el banco central se verá obligado a inyectar soles. En otras palabras, no puede predefinir la cantidad de soles en circulación, pues la variación dependerá de la demanda y oferta por dólares. Por eso los economistas sostienen que **la oferta monetaria es endógena**, pues no puede ser determinada por el banco central. En consecuencia, los cambios en el mercado de divisas llevan a alteraciones en el nivel de reservas, pero no en el tipo de cambio.

El banco central puede decidir aumentar el tipo de cambio, con lo cual el sistema cambiario sería **fijo pero ajustable**, pues el banco central no está obligado a mantenerlo de manera indefinida. El aumento en el tipo de cambio se denomina **devaluación** y mediante ella la autoridad mone-

5 En Bretton Woods se definió un sistema cambiario fijo pero ajustable, pues los países -previa autorización del FMI- podían aumentar su tipo de cambio (devaluar) ante un desequilibrio fundamental de la balanza de pagos.



taria intenta mantener el tipo de cambio en su nivel de paridad; a la inversa, una disminución en el tipo de cambio se denomina **revaluación**. El problema con las devaluaciones es que generan incertidumbre y presiones inflacionarias.

Bajo un **sistema cambiario flexible**, la autoridad monetaria no tiene ningún compromiso para sostener el tipo de cambio, que es determinado por el libre mercado. Un aumento en la demanda por dólares se refleja en un aumento en el tipo de cambio (lo que se denomina **depreciación**), mientras que un incremento de la oferta de dólares lleva a una disminución en el tipo de cambio, es decir a una **apreciación**. En este contexto, el banco central no interviene en el mercado, por lo que puede determinar la política monetaria de manera independiente; **el ajuste ante un aumento en la demanda por dólares ocurre vía alteraciones en el tipo de cambio nominal y no en el nivel de reservas**. La oferta monetaria es exógena, pues la autoridad monetaria la determina al margen de consideraciones relacionadas con el tipo de cambio. Por lo tanto, sus principales ventajas son las siguientes: los choques externos o internos se reflejan en una variación en el tipo de cambio nominal, la oferta monetaria es exógena y no se requiere tener un alto nivel de reservas. Sus desventajas se vinculan con la alta volatilidad del tipo de cambio nominal y con el hecho de que la política monetaria se torna discrecional, pues la autoridad monetaria determina la oferta monetaria. Ante ello, no solo requiere responsabilidad, sino además de un ancla monetaria para evitar problemas inflacionarios.

Ahora bien, durante la década de 1990 aumentó la movilidad de capitales en todo el mundo. Esto presenta diversas implicancias a partir de los regímenes cambiarios descritos. Si un país tiene un sistema cambiario flexible, un aumento en el ingreso de capitales disminuye (aprecia) el tipo de cambio; de manera análoga, una salida de capitales reduce la oferta de dólares y eleva (deprecia) el tipo de cambio. En un sistema cambiario fijo, el ingreso de capitales obliga a que el banco central compre esos dólares, para evitar la caída en el tipo de cambio, con lo cual aumenta las reservas. Una salida de capitales presiona el tipo de cambio hacia el alza, pero como el sistema es fijo, entonces, la autoridad monetaria defiende el tipo de cambio y vende dólares, con lo cual pierde reservas. Por esa razón, las crisis financieras, que han estado relacionadas con las salidas de capitales, no siempre han dependido del régimen cambiario. La diferencia está en la respuesta de las autoridades monetarias, que sí depende del sistema cambiario.

Los sistemas fijos y flexibles presentados tienen ventajas y desventajas. En el caso del sistema cambiario fijo, si es que su fijación es creíble se reduce el riesgo cambiario, pero se pierde control sobre la política monetaria. Si el sistema cambiario es flexible, siempre estará sujeto a fluctuaciones bruscas (lo que representa una desventaja), pero a cambio, el banco central recupera el control sobre la política monetaria.

Este razonamiento puede haber llevado a que muchos países opten por una solución intermedia: la **flotación administrada**. En este sistema, el tipo de cambio es determinado por el mercado (con lo cual se acerca a un sistema flexible), pero la autoridad monetaria está lista a intervenir para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. El problema estriba en definir el término **brusco**. Aquí caben dos posibilidades:

- a. Si el banco central considera que el tipo de cambio nominal ha aumentado lo suficiente, de modo que amerite su intervención, entonces vende dólares para disminuirlo (pierde reservas). No debe olvidarse que al hacerlo retira moneda nacional en circulación.
- b. Si el tipo de cambio cae por debajo de cierto nivel, el banco central compra dólares (gana reservas), con lo cual aumenta el tipo de cambio. Al hacerlo inyecta moneda nacional al sistema.

Las ventajas del sistema de flotación administrada se centran en que las variaciones en el tipo de cambio absorben un choque externo y, al mismo tiempo, la intervención de la autoridad monetaria evita fluctuaciones no deseadas en el tipo de cambio. La principal desventaja es la falta de transparencia en el comportamiento del banco central, pues no se sabe en qué nivel cambiario va a intervenir. Ello conlleva incertidumbre.

Otra alternativa es optar por un **sistema de bandas cambiarias** y que la noción de **brusco** se aplique cuando el tipo de cambio, por razones de mercado, se salga del rango preestablecido. La banda tiene un techo y un piso, anunciado o no por la autoridad monetaria. Este régimen cambiario admite tres variantes:

- **Flotación dentro de la banda (*target zone*):** El tipo de cambio fluctúa de manera libre dentro de la banda. El centro de la banda es un tipo de cambio fijado en términos de una moneda extranjera o una canasta de ellas. El rango de la banda varía (por ejemplo, puede ser 2,5% por encima o por debajo de la banda o cualquier otro porcentaje). Este sistema combina elementos de credibilidad y flexibilidad; si

los parámetros (piso y techo) son conocidos por los agentes económicos, ello ayuda a guiar las expectativas de los agentes. La desventaja estriba en los criterios que definen el rango de flotación; además, si este es muy estrecho, el sistema puede ser víctima de ataques especulativos. La crisis del mecanismo europeo de tipos de cambio entre 1992 y 1993 es un ejemplo de que este sistema no es inmune a ataques especulativos.

- **Banda deslizable:** En este caso, no existe un compromiso explícito para mantener el centro de la banda de manera indefinida. La paridad central se ajusta con periodicidad, debido a consideraciones de competitividad. En ese sentido, la banda se adapta a la inflación para evitar una apreciación cambiaria. La desventaja está en que se desconoce el ritmo de ajuste de la banda, lo que introduce incertidumbre al sistema. También tiene la misma dificultad que la variante anterior: ¿cómo se elige el rango de la banda? Israel usó este sistema entre 1989 y 1991.
- **Banda reptante (*crawling band*):** En esta variante la paridad central se ajusta de manera permanente. Pueden usarse varias reglas para ello; las más comunes son el ajuste en función del diferencial pasado de inflaciones (*backward looking crawl*) y el ajuste basado en las expectativas con respecto de la inflación futura (*forward looking crawl*). La ventaja está en que el ajuste de la banda es suave, mientras que la principal desventaja es la elección del criterio para establecer el ritmo de aumento de la paridad central. Si se hace con respecto de la inflación pasada, puede introducirse un componente de inercia; por el contrario, si se realiza con respecto de la inflación esperada y esta no coincide con la efectiva se produce una sobrevaluación cambiaria y aumenta la posibilidad de un ataque especulativo. Israel adoptó este sistema desde 1991 e Italia entre 1979 y 1991.

Bajo un **sistema de minidevaluaciones (*crawling peg*)**, el tipo de cambio nominal se ajusta con periodicidad de acuerdo con un conjunto de indicadores, por lo general la inflación anterior (el Perú, entre 1980 y 1985 es un ejemplo). Una variante consiste en ajustar el tipo de cambio nominal a un ritmo preanunciado; es decir, se preanuncia un aumento del tipo de cambio menor que la inflación esperada. Este régimen, conocido como **la tablita**, permite que el país evite una excesiva apreciación cambiaria y sirve para guiar las expectativas de los agentes económicos. El

problema es que se introduce un componente inercial (si los agentes económicos saben que el tipo de cambio va a aumentar, por ejemplo, con una periodicidad diaria o semanal, entonces compran dólares para venderlos luego a un precio más alto).

Más allá de las ventajas y desventajas de los últimos sistemas descritos (flotación administrada, bandas y minidevaluaciones), lo cierto es que representan **regímenes cambiarios intermedios**, pues el tipo de cambio goza de cierta flexibilidad inducida por el banco central. También es cierto que no son fijos; como se ha visto, en el caso de las bandas, el techo y el piso pueden alterarse de diversas maneras; el mismo comentario es aplicable a los otros dos sistemas. Es posible que solo se aumente el techo de la banda (como en México en el segundo semestre de 1994), con lo cual aumenta el tramo de flexibilidad del tipo de cambio; que aumenten tanto el techo como el piso o que toda la banda se mueva hacia arriba o hacia abajo. Desde luego, si la banda es muy estrecha, la autoridad monetaria buscará un tipo de cambio estable, con lo cual se aproximará a un sistema cambiario fijo.

Lo cierto es que la necesidad de ajustes en el tipo de cambio nominal se debe a dos motivos. En primer lugar, la inflación anterior: un país con inflación baja (menor que 4% anual) no requiere de ajustes. En segundo lugar, el ajuste puede deberse a un cambio en el entorno internacional. En el primer caso la receta es obvia: si los ajustes están originados en un problema inflacionario, la solución es eliminar la inflación, pues el tipo de cambio se adapta a la inflación para no perder competitividad. En el segundo caso, el ajuste cambiario parece ser inevitable.

#### **4. ¿Cómo aparece el “nuevo consenso”?**

A raíz de la crisis mexicana de 1994, los economistas se vieron forzados a repensar el papel del régimen cambiario en las economías emergentes. El cuestionamiento central estaba en el uso de un **sistema cambiario fijo pero ajustable**, tanto en el corto plazo (como parte de un programa de estabilización), como en el largo plazo. Apareció así un consenso sobre el régimen cambiario óptimo: la fijación dura (cajas de conversión, unión monetaria y dolarización) o el régimen cambiario flexible. ¿Pero cómo se llega a este nuevo consenso?

Durante la década de 1980, la norma fue el uso de un sistema cambiario fijo. Los países en desarrollo se caracterizaban por mostrar altas

tasas de inflación, déficit fiscales considerables, rápida expansión monetaria, deterioro de la brecha externa y, en general, una pérdida de confianza tanto de los inversionistas nacionales como externos. Para enfrentar estas dificultades, varios países optaron por **programas de estabilización basados en un ancla cambiaria**. Sin embargo, el ancla cambiaria era una parte del programa, por lo que debía acompañarse de medidas que solucionen el problema fiscal, causante último de la inflación. Chile (1978), Uruguay (1978) y México (1987) son algunos de los países latinoamericanos que optaron por este tipo de esquemas. En ciertos casos se trató de programas ortodoxos, donde el tipo de cambio era la única ancla nominal; en otros, se adoptaron esquemas heterodoxos, mediante el uso de controles de precios, además del tipo de cambio, como anclas nominales. Luego de una devaluación inicial, seguía una trayectoria predeterminada del tipo de cambio nominal, mientras las reformas intentaban abatir los problemas estructurales, como por ejemplo, el alto déficit fiscal.

El argumento era que **la fijación del tipo de cambio nominal era un elemento clave para lograr la estabilización, es decir, la reducción de la inflación**. El ancla cambiaria se consideraba como efectiva en países con alta inflación que habían implementado medidas para restaurar el equilibrio fiscal (Edwards 2000b). De acuerdo con esta visión, el prerrequisito para un exitoso programa de estabilización basado en un ancla cambiaria era que el país en cuestión tuviera las cuentas fiscales en orden. Esta situación se aproximaba al caso de México, que implementó esta combinación de políticas en 1988 (ver capítulo cuatro). Sin embargo, un problema recurrente con este tipo de programas era que la inflación tenía un componente inercial. Como consecuencia de ello, **los precios seguían su tendencia al aumento (aunque decreciente), inclusive luego de que el tipo de cambio se había fijado**.

Esta situación atentaba contra la competitividad de la economía, al generar un lento crecimiento exportador debido al aumento de los costos con relación a otros países, que tenían una menor inflación relativa. Por lo tanto, **el éxito del ancla cambiaria como elemento reductor de la inflación dependía de la eliminación de la inercia**. Para esto debían cumplirse dos condiciones: por un lado, debían eliminarse los mecanismos de indexación (formales e informales); y por otro, el programa tenía que ser creíble. De lo contrario, la apreciación cambiaria (reducción en el tipo de cambio real) generada aumentaba la brecha externa y, tarde o temprano, el programa tendría que abandonarse, pues la situación obligaría a una devaluación. México (1988-94) y Chile (1977-82) fueron una prueba de esta tendencia.

Otra complicación del ancla cambiaria es que ante un choque externo negativo (como una salida de capitales o una reducción en el precio de los bienes exportados), los diseñadores de políticas económicas se veían forzados a implementar políticas monetarias y fiscales contractivas, con la consiguiente recesión y el aumento del desempleo. De no hacerlo, aumentaba la vulnerabilidad externa de la economía; pero, al adoptar las medidas, los costos sociales y políticos cuestionaban la esencia misma del programa y la credibilidad del ancla cambiaria.

A mediados de la década de 1990 (luego de la crisis mexicana), a pesar de que los peligros de un sistema cambiario fijo pero ajustable eran tema de discusión tanto en los organismos multilaterales como en círculos académicos, distintos países continuaban con él; las cinco naciones afectadas por la crisis asiática de 1997 y otras economías emergentes fueron (y algunas siguen siéndolo) sus más fieles representantes.

Las experiencias de México y Asia Oriental demostraron que la sobrevaluación cambiaria era incompatible con la sostenibilidad de las cuentas externas. Fijar el tipo de cambio en un contexto de libre movilidad de capitales no solo induce a la sobrevaluación, sino que aumenta la susceptibilidad del tipo de cambio a un ataque especulativo. **Si las autoridades están comprometidas con un tipo de cambio determinado, su credibilidad depende de la capacidad (y no solo del deseo) de defensa del mismo.** Si los inversionistas perciben que el tipo de cambio es insostenible, porque observan el deterioro de las cuentas externas, entonces esperan que el tipo de cambio aumente; a partir de ese momento, atacan la moneda (es decir, compran dólares). En ese escenario, la autoridad monetaria defiende el tipo de cambio hasta agotar sus reservas. Es una especie de profecía autocumplida, pues las expectativas llevan a aumentar la demanda por dólares y ello obliga a la defensa cambiaria. En determinado momento, el país abandona el tipo de cambio fijo y transita hacia un sistema flexible o de flotación.

Ante estos hechos, diversos analistas han estudiado con mayor detenimiento el comportamiento del tipo de cambio real en las economías emergentes. Edwards (1989) sostiene que el tipo de cambio real se encuentra desalineado si su valor actual difiere de su nivel de equilibrio de largo plazo. Este último se define como aquel tipo de cambio real que, dados los fundamentos de una economía, es compatible con el logro simultáneo del equilibrio interno y externo.

De esta forma, la noción de que el ancla cambiaria resultaba en una sobrevaluación originó que varios analistas evalúen sus puntos de vista con

respecto de la política cambiaria adecuada. Se arguyó que aquellos países que afrontaban un problema inflacionario debían transitar por dos fases: en una primera, fijar el tipo de cambio (ancla cambiaria) y, en una segunda etapa, optar por un sistema de minidevaluaciones (*crawling peg*) o una banda deslizable para evitar una sobrevaluación. **El consenso se orientaba al uso del ancla cambiaria solo en el corto plazo, durante la fase de estabilización.** Por ejemplo, Goldstein sostiene que “all things considered, moving toward greater flexibility of exchange rate at an early stage (before the overvaluation becomes too large) will be the preferred course of action” (1998: 51).

En 1998, Eichengreen y Masson publicaron un documento auspiciado por el FMI, dentro del cual establecían las condiciones para abandonar el sistema cambiario fijo pero ajustable y plantearon tres conclusiones. En primer lugar, la mayoría de economías emergentes se beneficiaría con una mayor flexibilidad cambiaria. En segundo lugar, el abandono de un régimen cambiario fijo pero ajustable tenía más éxito en condiciones de abundante flujo de capitales. Por último, los países debían fortalecer sus políticas fiscales y monetarias antes de alterar el sistema cambiario. Sin embargo, la realidad mostró que el abandono del sistema cambiario fijo ocurrió como consecuencia de las crisis.

Frente a esa posición, Edwards (2000b) sostiene que el aspecto más difícil para el abandono de un sistema cambiario es el aspecto político. En las economías emergentes, por lo general, existe interferencia del Ministerio de Economía en las decisiones del banco central, y los políticos tienen un horizonte de corto plazo: en otras palabras, prefieren postergar el problema al siguiente gobierno.

Más allá de esta discusión, lo cierto es que las crisis de Asia Oriental, Rusia y Brasil demostraron el fracaso de los tipos de cambios ajustables, por lo que se inició una febril búsqueda de alternativas. La falta de credibilidad y las altas tasas de interés fueron los factores claves que explicaron el colapso de los regímenes cambiarios intermedios. En este sentido, la lógica indicaría que la respuesta sería asegurar la credibilidad a cualquier costo, vía un régimen de fijación dura. Bajo un esquema de dolarización oficial, no existe la posibilidad de una devaluación (pues el tipo de cambio no existe), y en una caja de conversión, el tipo de cambio es fijado por ley. Si las condiciones para estas opciones radicales no existen, entonces habría que optar por el otro extremo, que significa dejar que el valor de la moneda fluctúe de manera libre, bajo un sistema de **flotación limpia**. En este último caso, se aseguraría la credibilidad, pues no existiría ninguna prome-

sa con respecto del tipo de cambio, pero su volatilidad generaría un entorno inestable, con espacio para la especulación.

En síntesis, la discusión está focalizada en la **credibilidad** y la **flexibilidad**. En un sistema de flotación limpia, el banco central puede implementar una política monetaria independiente, con la cual la economía gana en flexibilidad, pues acomoda los choques externos o internos mediante ajustes en el tipo de cambio. El supuesto detrás de esta afirmación es que la autoridad monetaria determinará la oferta monetaria en función de una baja inflación; será creíble si logra su objetivo. Bajo la fijación dura, se reduce el grado de flexibilidad, pero se logra mayor credibilidad, siempre y cuando no se abandone el tipo de cambio fijo (es decir, la devaluación no sería una opción).

Cualquier régimen intermedio parece ser insostenible en un mundo con libre movilidad de capitales; el tipo de cambio es susceptible de sufrir un ataque especulativo en cualquier momento. Sin embargo, **el soporte para estas soluciones está basado en las deficiencias de los regímenes intermedios y no en sus méritos históricos, es decir, los fundamentos empíricos son débiles**. Por un lado, la experiencia con las cajas de conversión se reduce a Hong Kong (1983), Argentina (1991), Bulgaria (1997), Estonia (1992) y Lituania (1994). Por otro, la dolarización oficial ha sido implementada en Panamá (1904), Ecuador (2000) y El Salvador (2001). El caso de los tipos de cambio flotantes, en su versión pura, “encubre el hecho de que no hay en el mundo un banco central que se abstenga de intervenir en el mercado cambiario” (Larraín y Velasco 2000: 103). En consecuencia, la muestra es pequeña en los casos de fijación dura y es inexistente con los sistemas flotantes (en su acepción pura). Además de estos argumentos, Calvo y Reinhart (2000) sostienen que los organismos multilaterales tienden a transferir recomendaciones de política a los países en desarrollo que buscan replicar las políticas de los países desarrollados. La más reciente manifestación de este hecho está relacionada con el episodio asiático: como las crisis ocurrieron bajo regímenes cambiarios intermedios se concluyó que ellos habían sido los culpables. La cita siguiente resulta ilustrativa: “At some level, the statement must be true, because if the exchange rate was allowed to float freely, the international reserve loss would have been prevented. However, even at this level of abstraction, the analysis is seriously incomplete. It misses the point that in many crises episodes, either the government or the private sector, or both, had relatively large foreign-exchange denominated short-term obligations, which exceeded by far the stock of international reserves. Therefore, balance of payments crises



were more likely to have taken place, even under more flexible exchange rate arrangements” (Calvo y Reinhart 2000: 2-3).

Lo cierto es que en los últimos quince años del siglo anterior, el número de países que fijó su tipo de cambio con respecto de alguna moneda fuerte, declinó de manera ostensible: mientras que en 1976, el 86% de los países emergentes usaba esa alternativa, hacia 1998, el porcentaje se había reducido a 40% (Edwards y Savastano 1999). El aumento de la movilidad de capitales impedía mantener fijos los tipos de cambio. No obstante, **cabría preguntarse qué tan flexibles han sido los tipos de cambio nominales de acuerdo con la tendencia anterior, que responde a una clasificación realizada por el FMI.**

El FMI sostiene que la evolución de los regímenes cambiarios en los países en desarrollo ha sido hacia sistemas de flotación administrada y no de flotación pura. Es decir, admite que el tránsito ha sido de un esquema fijo hacia uno intermedio. “As a practical matter, developing countries for the most part are not in a position to allow their exchange rate to float freely as in the case of the major currencies” (FMI 1997: 82). El escaso desarrollo de los sistemas financieros expone a estos países a un alto grado de volatilidad, que puede originar grandes variaciones en el tipo de cambio en el corto plazo: “There is thus generally a need for active management to help guide the market” (ibídem).

La evidencia empírica aporta elementos interesantes. Calvo y Reinhart (2000) aluden a un síndrome de las economías emergentes que denominan **miedo a flotar**. La realidad muestra que, al margen de lo comentado en el párrafo precedente, los tipos de cambio nominales presentan pequeñas variaciones en las economías emergentes. Analizan el comportamiento del tipo de cambio nominal mensual en 39 países (entre los cuales se encuentra el Perú), entre enero de 1970 y abril de 1999. Dicho de otro modo, **los tipos de cambio nominales no se ajustan de acuerdo con un régimen cambiario flexible**. Las razones son varias: en primer lugar, cuando las circunstancias son favorables (por ejemplo, en períodos de in-flujos de capitales) las economías emergentes impiden que el tipo de cambio se ajuste, pues una caída en el mismo reduciría su competitividad. En segundo lugar, en episodios de salidas de capitales, los países evitan el aumento en el tipo de cambio; el temor al colapso cambiario se origina en el sistema financiero. En la medida que los agentes económicos están endeudados en dólares, pero obtienen sus ingresos en moneda nacional, cualquier aumento en el tipo de cambio pone en riesgo al sistema financiero, pues haría más difícil que los agentes económicos cumplan con sus com-

promisos adquiridos. En tercer lugar, las devaluaciones son contractivas y pueden tener consecuencias inflacionarias. En cuarto lugar, las autoridades monetarias perderían credibilidad.

De esta forma, Calvo y Reinhart llegan a dos conclusiones: la visión de que los países están en proceso de abandono de los sistemas fijos pero ajustables, es incorrecta; y la única alternativa que tienen es optar por un esquema de fijación dura.

Hausmann, Panizza y Stein (2000) sostienen que los países cuyo régimen cambiario es catalogado como flexible, muestran diferencias entre sí, en términos de la forma como manejan su régimen cambiario; tienen distintos niveles de reservas internacionales; diferentes propensiones a intervenir en el mercado cambiario, y permiten diferentes grados de flexibilidad en respuesta a choques internos o externos. Analizan una muestra de 30 países (el Perú entre ellos) con regímenes cambiarios intermedios y encuentran una relación robusta desde el punto de vista estadístico, entre el patrón de flotación y la capacidad de endeudarse en los mercados internacionales en su propia moneda. Los países que pueden endeudarse en el exterior en su propia moneda tienden a mantener un bajo nivel de reservas y muestran una alta volatilidad del tipo de cambio con relación al nivel de reservas.

En teoría, un país con un régimen flotante no tiene un compromiso explícito con el tipo de cambio, por lo que no requiere de un considerable monto de reservas para manejar el tipo de cambio. En contraste, aquellos países que por alguna razón desean una mayor estabilidad cambiaria, requieren de un alto volumen de reservas. En la muestra, encuentran que las economías emergentes con regímenes cambiarios flotantes mantienen reservas que equivalen al 38% de la oferta monetaria, seis veces más que los flotantes del G3 y más del doble que los países industrializados<sup>6</sup>. Además construyen un índice de intervención en el mercado cambiario (para el período enero 1997–abril 1999) y encuentran que la volatilidad cambiaria es alta en Japón, Estados Unidos y Alemania, lo que los aproximaría a **flotantes puros**. En el otro extremo, existe un conjunto de países que interviene de manera activa en el mercado cambiario, por lo que se acercan más a un **régimen fijo**. En América Latina destacan Chile, Guatemala, Perú y Paraguay. En consecuencia, **la capacidad de flotar está asociada al nivel de desarrollo**. Por último, en la medida que las economías emergentes no pueden endeudarse en el exterior en su propia moneda, el

6 El período analizado es abril 1998-abril 1999.

riesgo cambiario impide que adopten un sistema de flotación pura. En ese sentido, sus conclusiones son similares a las de Calvo y Reinhart (2000).

Una aplicación al caso peruano ha sido desarrollada por Morón y Castro (2000). El Perú tiene un régimen cambiario de flotación administrada, dentro del cual la autoridad monetaria interviene solo para evitar fluctuaciones bruscas en el tipo de cambio nominal<sup>7</sup>. Los autores sostienen que los países emergentes con un régimen flotante oficial se comportan como si tuvieran un sistema cambiario fijo, dentro del cual existe una defensa implícita del tipo de cambio. Los sistemas tienen tres características: un alto nivel de reservas, un tipo de cambio nominal con pequeña variabilidad y tasas de interés domésticas volátiles. Analizan el caso peruano, caracterizado por un aparente régimen flexible con un alto grado de dolarización de los pasivos (*liability dollarization*)<sup>8</sup>.

El banco central, de acuerdo con su ley orgánica, tiene un objetivo único: mantener la estabilidad de precios y no el tipo de cambio ni la tasa de interés. Sin embargo, la autoridad monetaria ha intervenido para sostener la estabilidad del tipo de cambio nominal. Durante el período de influjo de capitales, el sistema de flotación administrada funcionó bien, pues el banco central acumulaba reservas mediante la compra de dólares en el mercado libre; así evitaba una reducción en el tipo de cambio nominal. Pese a ello, los autores sostienen que **el ancla nominal no fue el tipo de cambio, sino el equilibrio fiscal**.

Más aun, “the first and most striking feature of the Peruvian flexible exchange rate system is its lack of flexibility” (Morón y Castro 2000: 8). Entonces, ¿por qué las autoridades monetarias peruanas evitan la libre flotación? El temor a flotar se origina cuando el banco central carece de credibilidad; ello lleva a una menor volatilidad del tipo de cambio nominal y a una alta volatilidad de las tasas de interés. Sin embargo, en el Perú, la autoridad monetaria no influye de manera determinante sobre la tasa de interés y existe un alto grado de dolarización, por lo que los autores se preguntan cómo es que puede utilizarse el argumento de la falta de credibilidad (Morón y Castro 2000: 10).

Durante el período de influjo de capitales (1991-98) el banco central, en la búsqueda de credibilidad, compró dólares para acumular reservas; el

7 Entre 1990 y 2000, el Perú fue el único país de la Comunidad Andina que mantuvo el régimen cambiario de flotación controlada. Véase Cepal (2000a: 23)

8 Entre 1990 y 2000, la dolarización de los activos y pasivos fluctuó entre 70% y 80% respecto del total.

alto monto de reservas elevó la credibilidad de la autoridad monetaria. En simultáneo, el marco regulatorio favoreció un *boom* crediticio financiado con endeudamiento externo de corto plazo. El escaso desarrollo del sistema financiero llevó a una excesiva demanda por deudas expresadas en dólares, lo que elevó el temor de dejar flotar el tipo de cambio, ante una eventual reversión de capitales, que ocurrió a partir de 1998. Entre 1995 y 1998, el banco central no vendió dólares (pues el influjo de capitales evitaba una elevación del tipo de cambio nominal). Las primeras operaciones de ventas de dólares ocurrieron en setiembre de 1998, dos semanas después de la devaluación del rublo y la moratoria rusa. El recorte de las líneas de crédito externas a los bancos domésticos generó escasez de dólares, lo que presionó el tipo de cambio hacia el alza. Entonces, el banco central intervino para evitar una alteración brusca del mismo.

Gavin (1999) extiende el análisis para once países de América Latina y encuentra tres hechos estilizados para el período comprendido entre mayo de 1997 y octubre de 1998. En primer lugar, la mayor parte de los países recurrió muy poco a la flexibilidad que les brindaba el régimen cambiario flotante (a excepción de Colombia y Chile). Como máximo, las devaluaciones se mantuvieron al ritmo de la inflación. En segundo lugar, los países sí utilizaron las tasas de interés para defender el tipo de cambio. En tercer lugar, las tasas de interés oscilaron menos en los países que no tenían flexibilidad cambiaria. En el cuadro 10.2 se presentan los cambios porcentuales en las reservas, tasas de interés y tipos de cambio en el período mencionado.

En síntesis, el banco central ha intervenido mediante la compra de dólares en el episodio de ingreso de capitales (para evitar una apreciación) y a través de la venta de dólares en el período de salida de capitales, para evitar una depreciación. De esta manera llegan a la misma conclusión que Calvo y Reinhart (2000), Hausmann, Panizza y Stein (2000) y Gavin (1999): **el temor a flotar tiene sus orígenes en la dolarización de los activos y pasivos del sistema bancario. Una depreciación generaría efectos devastadores en el sistema financiero, pues los agentes económicos deben pagar en dólares sus deudas con el sistema, pero obtienen sus ingresos en moneda nacional. Además, la volatilidad observada no depende solo de las políticas seguidas por el país, sino también de los choques (internos o externos) a los cuales está sujeto.**

**Cuadro 10.2**  
**Reservas, tipos de cambio y tasas de interés: mayo 1997-octubre 1998**  
 (variación porcentual)

|                  | Mayo 97- Nov. 97 |       |       | Dic. 97-Jul. 98       |       |        | Jul. 98-Oct. 98 |       |       |
|------------------|------------------|-------|-------|-----------------------|-------|--------|-----------------|-------|-------|
|                  | Crisis asiática  |       |       | Det. términos de int. |       |        | Crisis rusa     |       |       |
|                  | (1)              | (2)   | (3)   | (1)                   | (2)   | (3)    | (1)             | (2)   | (3)   |
| <b>Argentina</b> | 4,40             | 0,00  | 2,40  | 0,80                  | 0,00  | -2,13  | 0,98            | 0,00  | 0,81  |
| <b>Brasil</b>    | -12,11           | 3,56  | 18,68 | 33,79                 | 4,12  | -15,31 | -40,45          | 2,65  | 17,66 |
| <b>Chile</b>     | 10,72            | 3,91  | 6,50  | -16,30                | 5,78  | 8,29   | 3,66            | -0,58 | 2,15  |
| <b>Colombia</b>  | -2,38            | 21,06 | 0,26  | -8,57                 | 5,96  | 8,76   | -4,60           | 12,87 | 0,89  |
| <b>C. Rica</b>   | 13,27            | 5,12  | -0,75 | -14,16                | 6,13  | 0,76   | -2,79           | 2,78  | 0,00  |
| <b>Ecuador</b>   | -5,26            | 10,66 | -0,02 | 2,62                  | 21,07 | 9,36   | -21,58          | 25,72 | 2,96  |
| <b>México</b>    | 10,25            | 3,69  | 1,26  | 10,01                 | 10,32 | 1,16   | -3,17           | 13,90 | 12,94 |
| <b>Panamá</b>    | -39,94           | 0,00  | -0,26 | 13,05                 | 0,00  | 0,03   | -2,37           | 0,00  | -0,09 |
| <b>Perú</b>      | 4,89             | 1,87  | -0,94 | 0,64                  | 7,33  | 7,60   | -3,90           | 4,78  | 12,44 |
| <b>Uruguay</b>   | 22,08            | 5,82  | -1,77 | 9,47                  | 4,94  | -6,42  | -6,00           | 1,40  | 8,82  |
| <b>Venezuela</b> | 22,41            | 3,41  | 2,87  | -20,66                | 11,55 | 19,35  | 1,37            | 1,51  | 2,34  |

Fuente: Gavin (1999a: 3).

La columna (1) indica la variación en reservas; (2) muestra la variación del tipo de cambio nominal y (3) la variación de las tasas de interés.

Williamson sostiene que la mayoría de economías emergentes no permite flotar sus monedas. “Their revealed preference is for a regime that can at most be described as one of managed floating. They describes themselves as floating because that is what the IMF wants to hear, but they do not practice floating in a form that would be approved by the two-corners advocates” (2000: 5).

A pesar de estas razones, el nuevo consenso sugiere optar por un sistema de fijación dura (el mecanismo de cajas de conversión o la dolarización oficial) o por un régimen cambiario flotante. Este cambio de régimen no solo es una cuestión técnica, sino también una decisión política, pues supone un compromiso de las autoridades del país a sostener el sistema elegido. Como sostiene Wise, “it is also a political decision, and one that goes to the heart of a country’s commitment to succeed in implementing the policies necessary to sustain the regime that has been chosen” (2000a: 5).

### **5. Primera solución extrema: la adopción de un sistema cambiario flotante**

La primera solución extrema no significa que el banco central no intervenga para suavizar las fluctuaciones cambiarias. Cuando se hace referencia al sistema cambiario flotante, no se piensa en un sistema sin intervención del banco central, pues esta cuestión solo es teórica. Desde esa óptica y, pese a que se le presenta como una solución extrema, en realidad se trata de un **régimen intermedio**. La evidencia empírica presentada en el acápite anterior ha demostrado que **los países no flotan como dicen que lo hacen**. El debate está centrado en los niveles de intervención, así como en el hecho de que el banco central tenga o no una meta cambiaria.

Durante años se ha sostenido que los países emergentes no pueden adoptar con éxito un sistema cambiario flotante. Se han esgrimido las siguientes razones:

- a. Las economías emergentes tienden a exportar materias primas (*commodities*), cuyos precios se determinan en los mercados internacionales. En esas condiciones, un sistema flotante sería en extremo volátil.
- b. Un sistema flotante supone un arreglo institucional para adoptar una meta inflacionaria (*target inflation*), aspecto poco desarrollado en las

economías emergentes; en esas condiciones, carecería de credibilidad (Edwards, 2000b).

- c. En un mundo con amplia movilidad de capitales, la información incompleta, los rumores y la dolarización de los pasivos bancarios impiden una flotación limpia. Este punto ha sido revisado en el acápite anterior y se resume en el miedo a flotar.

Pese a ello, la experiencia mexicana, posterior al colapso del peso en diciembre de 1994, provee de alguna referencia empírica al respecto. Desde fines de 1995, las autoridades mexicanas lograron estabilizar el tipo de cambio. En noviembre de 1995, el tipo de cambio era de 7,77 pesos por dólar, mientras que en octubre de 1997 fue de 7,71 pesos por dólar. En esas circunstancias, y en parte como consecuencia de la crisis asiática, el peso se depreció, para llegar a 10 pesos por dólar en octubre de 1998. Luego de restaurada la liquidez, a fines de 1999, el tipo de cambio fluctuó entre 9,3 y 9,4 pesos por dólar.

Entre 1996 y 1997, la ausencia de volatilidad en el tipo de cambio no estuvo causada por la intervención del banco central (que en ese período no vendió reservas). Durante ese período, el banco central adoptó una regla monetaria que tomaba en cuenta el comportamiento del tipo de cambio nominal en el corto plazo. Las autoridades monetarias contraían la liquidez por debajo de la meta preestablecida cuando el peso perdía valor frente al dólar y aumentaban la liquidez cuando el peso se apreciaba (Edwards y Savastano, 2000). Esto sugiere que las economías emergentes pueden implementar un sistema flotante que funcione bien, en términos relativos.

Bajo un régimen cambiario flotante, la política monetaria tiende a responder a los movimientos en el tipo de cambio (Fischer 2001). Este es el caso de los Estados Unidos y del G7. En Canadá se usa un índice de las condiciones monetarias para guiar la política monetaria, basado en los movimientos del tipo de cambio y de la tasa de interés. En otros países que usan una meta inflacionaria (*target inflation*) como guía para la política monetaria, los movimientos cambiarios son tomados en cuenta, porque el comportamiento del tipo de cambio afecta los precios. Los flotantes también intervienen en el mercado cambiario, a través de la compra o venta de moneda extranjera en el mercado libre.

De esta manera, cuando un país decide flotar, **debe decidir qué tipo de política monetaria va a utilizar**. La mayoría de países ha adoptado una meta inflacionaria, que al tomar en cuenta los movimientos

cambiarlos, produce un patrón de ajuste monetario cuando se deprecia el tipo de cambio. Sin embargo, bajo este esquema la intervención en el mercado cambiario **no debe ser percibida como una acción de defensa del tipo de cambio.**

En el caso del Perú, el régimen de flotación administrada fue implementado en 1990, y la autoridad monetaria interviene en el mercado cambiario para evitar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio. El banco central tiene como único objetivo la estabilidad monetaria, para ello diseña la política monetaria que establece como metas de mediano y largo plazo el logro de niveles de inflación similares a aquellos de los países industrializados. Utiliza como meta intermedia la tasa de crecimiento de la base monetaria, que se determina en función de los objetivos de inflación y de acuerdo con un programa monetario.

En ese contexto, “el papel de la política monetaria no es contribuir a la mayor demanda de moneda extranjera en el mercado y propiciar la depreciación monetaria, sino lograr un manejo adecuado de las señales dadas al mercado acerca del curso futuro de la política monetaria” (Arena y Tuesta 2000: 62).

Entre 1993 y 1998, el tipo de cambio nominal se mantuvo estable, lo que —como se ha visto— ha llevado a varios analistas a sostener que, en la práctica, el tipo de cambio ha sido fijado por el banco central. Es cierto que la volatilidad cambiaria ha sido menor en comparación con otros países que tienen un régimen cambiario flotante, como México, Alemania, Nueva Zelanda, Italia, Canadá y Japón, entre otros. Sin embargo, el banco central no subordina sus objetivos monetarios a ningún objetivo cambiario (Arena y Tuesta 2000).

El problema está en **el grado de dolarización de la economía.** Los agentes económicos usan la moneda nacional (el sol) para sus transacciones domésticas corrientes, pero mantienen al dólar como depósito de valor. Este proceso ha sido gradual; si se mide el grado de dolarización como la relación entre los depósitos en dólares en el sistema doméstico con respecto a la oferta monetaria, el indicador aumentó de 11% en 1978 a 31% en 1981, 50% en 1984 y 69% en 1998. En simultáneo, la proporción de crédito doméstico en dólares del sistema bancario en el Perú se incrementó de 50% en 1990 a 80% en 1998 (Quispe 2000). En consecuencia, **el proceso de dolarización de los depósitos ha seguido una tendencia similar al de los créditos.**

Si bien es cierto que el comportamiento del banco central muestra resultados positivos en la reducción de la inflación (desde 1999 se ubica



por debajo del 4% anual), lo cierto es que los agentes económicos son muy sensibles al comportamiento del tipo de cambio nominal y a las expectativas que tienen sobre el comportamiento futuro del mismo. Cualquier aumento en el tipo de cambio nominal impacta en el sistema financiero, dado el grado de dolarización del mismo. Por ello, más allá del control de la inflación y de la estabilidad cambiaria, lo cierto es que la libre movilidad de capitales podría llevar a movimientos abruptos en el tipo de cambio nominal, a pesar de la intervención del banco central.

Inclusive, si se acepta que el régimen cambiario de flotación administrada ha sido exitoso en el caso peruano, ello no significa que siga siéndolo en el futuro. La libre movilidad de capitales lo hace susceptible a ataques especulativos. Por lo tanto, el tema pasa por estructurar un sistema que provea estabilidad cambiaria, aspecto que está vinculado con la política monetaria y la posibilidad de controlar los ataques especulativos.

De esta manera, la evidencia empírica muestra que un régimen cambiario flotante (en su versión pura) no existe, pues las autoridades monetarias toman en cuenta la evolución del tipo de cambio nominal para definir la política monetaria. Por lo tanto, **la solución extrema no significa un régimen flotante que no tome en cuenta el movimiento esperado del tipo de cambio nominal. La flotación no excluye la intervención en el mercado cambiario.** Como sostiene Williamson, “Not one argues that floating to exclude all intervention in the exchange market, but a key analytical question is what constitutes the *light management*, that is supposed to be acceptable, as opposed to the *heavy intervention* that is proscribed” (2000: 2).

El problema estriba en la dificultad de diferenciar ambos tipos de intervención. La opción de *light management* es una intervención episódica que no solo no sea anunciada a los agentes del mercado, sino que tampoco sea de conocimiento previo de las propias autoridades. Esta alternativa **excluye el tipo de cambio fijo pero ajustable**, que representó el sistema implementado a partir de Bretton Woods. Con libre movilidad de capitales, este esquema es susceptible de ataques especulativos, por lo que apareció la necesidad de plantear un régimen cambiario que posibilite la flexibilidad suficiente de modo que puedan evitarse atrasos cambiarios y que además no comprometa a las autoridades con la defensa de un tipo de cambio preestablecido. En otras palabras, la clave está en el diseño de políticas e instituciones apropiadas que provean un tipo de cambio nominal estable.

Williamson (1996) sugirió un régimen cambiario intermedio, pero cercano al flotante, denominado BBC (*Basket, band and crawls*)<sup>9</sup>. Este esquema se focaliza en tres aspectos. En primer lugar, la necesidad de mantener la competitividad del país. Ahí apunta el primer elemento, denominado *crawl*. El objetivo es evitar el atraso cambiario, a través de depreciaciones nominales que ajusten el tipo de cambio en función del diferencial de inflaciones. En consecuencia, el ritmo de la depreciación no es fijo. Sin embargo, en la medida que las políticas monetarias y fiscales son adecuadas, es decir, conducen a una inflación doméstica baja, el tipo de cambio tiende a estabilizarse, lo que neutraliza la acción de los especuladores.

En segundo lugar, está el tema de la **canasta** (*basket*). Los países con un comercio internacional diversificado deben atar su tipo de cambio no a una moneda, sino a un conjunto de ellas, es decir, una canasta. Ahora bien, si un país muestra un comercio internacional concentrado con un país (por ejemplo, Estados Unidos), resulta más conveniente fijar el tipo de cambio con respecto al dólar. Esto no implica dejar de lado a los demás socios comerciales, pues las variaciones del dólar con respecto de otras monedas deben reflejarse en ajustes cambiarios de la moneda nacional.

El tercer aspecto es el establecimiento de una **banda ancha** (*wide band*). Aquí la dificultad está en que no existen bases científicas para establecer el rango de la banda. No obstante, Williamson (1996) sugiere la banda ancha sobre la base de cuatro razones. Primero, asegura que las autoridades no intentan defender el tipo de cambio en forma permanente, pues no es posible estimar el tipo de cambio de equilibrio en todo momento. Segundo, permite que el centro de la banda se ajuste, para mantenerse en línea con los fundamentos de la economía, sin provocar expectativas de cambios discrecionales en el tipo de cambio que puedan desestabilizar los mercados. Tercero, posibilita cierto margen de maniobra para implementar una política monetaria independiente. Cuarto, ayuda al país a enfrentar influjos de capital amplios, pero temporales. Para evitar cambios bruscos en la direccionalidad de los capitales, la supervisión y regulación del sistema financiero es clave.

En síntesis, el esquema BBC es válido siempre y cuando se acompañe de otras políticas, como las fiscales, monetarias y financieras. A menos que el BBC se inserte dentro de un programa más amplio, no resulta sostenible. El problema, reconocido por el mismo Williamson (2000), es que entre 1996 y 2000, países que habían usado un esquema similar lo abandonaron.

9 La denominación BBC fue acuñada por Dornbusch y Park (1999).

ron. Ecuador, Indonesia y Rusia suprimieron las bandas como consecuencia de las crisis. Chile y Colombia abandonaron las bandas de manera voluntaria, e Israel y Polonia ampliaron las bandas en tal magnitud que en la práctica se convirtieron en flotadores de facto. Estas tendencias llevaron a reforzar la hipótesis de la imposibilidad de sostener los regímenes intermedios.

No obstante, las dificultades pueden haber estado en otro campo y no en el régimen cambiario en sí mismo. Las políticas monetarias y fiscales pueden haber sido adecuadas, pero **la ausencia de regulación a la entrada y salida de capitales, así como la escasa supervisión bancaria, convierten en vulnerable a la economía, al margen del régimen cambiario**. Ello no significa que todos los regímenes cambiarios sean seguros y eviten una crisis cambiaria. Algunos serán más seguros que otros. La clave podría estar en el diseño de un sistema que inspire credibilidad y que sea complementado con políticas en otros campos, de modo que incorpore la libre movilidad de capitales en el análisis.

La tendencia a una mayor flexibilidad dentro de un programa económico coherente y creíble no significa que se anulen todos los esquemas intermedios. Lo que sí es cierto es que en economías con un alto grado de dolarización de pasivos del sistema bancario, dentro de las cuales los agentes económicos obtienen sus ingresos en moneda nacional, aparece la necesidad de mantener estable el tipo de cambio nominal. Pero, en este caso, la dificultad está en el sistema financiero y no en el régimen cambiario, aunque ambos están relacionados. En consecuencia, el tema de la dolarización está en la agenda y caben dos opciones: o se diseña un mecanismo para desdolarizar los pasivos, o se opta por la dolarización oficial o una caja de conversión. Si se logra lo primero, entonces existe espacio para un régimen cambiario flotante con intervención de la autoridad monetaria, como por ejemplo, la alternativa de bandas cambiarias. De lo contrario, tarde o temprano, la alternativa parece ser un régimen de fijación dura.

## **6. Segunda solución extrema: la junta de convertibilidad (Currency Boards)**

### **6.1. Aspectos conceptuales**

Una junta de convertibilidad fija de acuerdo con una ley el tipo de cambio entre la moneda de un país y la de otro (denominada moneda de

reserva) y garantiza que la moneda doméstica esté respaldada por reservas en 100%. En términos simples, la junta emite moneda nacional solo si tiene en reservas un monto similar al tipo de cambio fijado. Esto significa que la cantidad de reservas puede comprar toda la moneda nacional en cualquier momento. No hay posibilidad de emitir moneda nacional sin respaldo de reservas. Por eso, la política monetaria no es discrecional y se anula toda opción de inyectar liquidez más allá de la cantidad de reservas. La base monetaria doméstica (circulante más reservas monetarias de la banca comercial) iguala al valor de las reservas. Como consecuencia, la cantidad de la base monetaria varía con el flujo neto de moneda extranjera al tipo de cambio fijo.

Los argumentos a favor de una junta de convertibilidad giran alrededor de la credibilidad. Por lo general, ha sido implementada en países que habían perdido credibilidad en lograr una baja tasa de inflación y la necesaria disciplina macroeconómica. De ahí que, en principio, **se relacione a las juntas de convertibilidad con un programa de estabilización, por lo que no es una casualidad que sus éxitos más relevantes se midan a través de la reducción drástica de la inflación.**

La idea de establecer juntas de convertibilidad se originó en Gran Bretaña en el siglo XIX, alrededor de la denominada Escuela de Convertibilidad. Esta escuela tuvo gran influencia política, tanto así que en 1844 intentó convertir el Banco de Inglaterra en una junta de convertibilidad. Sin embargo, a diferencia de los propulsores modernos de la misma (como Kurt Schuler y Steve Hanke), no incluyó en su propuesta la necesidad de mantener en reservas (activos externos) el equivalente al 100% de la base monetaria (moneda nacional). En la práctica, se creó un banco central.

El primer intento exitoso de establecer una junta de convertibilidad ocurrió en la colonia británica de Mauricio en 1849, luego el modelo se extendió a otras colonias, como Nigeria, Sierra Leona y Gambia a inicios del siglo XX. Entre 1950 y 1970, varios de estos esquemas fueron abandonados por la tendencia intelectual de crear bancos centrales; además, con la independencia de las colonias británicas se reemplazó una serie de instituciones existentes. Pese a esta tendencia, Hong Kong reintrodujo una junta de convertibilidad en octubre de 1983 (entre 1973 y 1983 tuvo un banco central), sistema que mantiene hasta la publicación de este libro, con un tipo de cambio de 7,80 dólares de Hong Kong por 1 dólar de Estados Unidos.

Desde inicios de la década de 1990 se inició una nueva ola a favor de las juntas de convertibilidad. El 1 de abril de 1991, Argentina adoptó este

esquema, al establecer un tipo de cambio de 10 mil australes (equivalente a 1 peso) por 1 dólar de Estados Unidos. Estonia siguió el mismo camino el 20 de junio de 1992, al atar su moneda al marco alemán a un tipo de cambio de 8 coronas por marco. El 1 de abril de 1994, Lituania fue el siguiente, al fijar su tipo de cambio en 4 litas por dólar estadounidense. El 1 de julio de 1997, Bulgaria estableció una junta de convertibilidad sobre la base de un tipo de cambio de mil levas por marco alemán. Bosnia realizó lo mismo el 1 de agosto de 1997, al vincular su moneda al marco alemán. **En todos los casos mencionados, la junta de convertibilidad fue establecida por ley.**

Esta somera revisión lleva a las dos decisiones más importantes conducentes a establecer una junta de convertibilidad: **la elección de la moneda de reserva y el nivel del tipo de cambio.** La primera decisión está influenciada por la reputación de la moneda de reserva; por ello no es de extrañar la predominancia del dólar de Estados Unidos y el marco alemán. La segunda decisión es más complicada, porque los estimados del valor de equilibrio son inciertos. El tipo de cambio que aparece como apropiado en los primeros años, puede no serlo un tiempo después. Por ejemplo, en períodos de altos flujos de capital, sería adecuado fijar un tipo de cambio alto (para minimizar una sobrevaluación), pero en episodios de salida de capitales sería pertinente un tipo de cambio menor.

El tema de la junta de convertibilidad se relaciona con las características que debe tener una moneda adecuada (*sound money*): **estabilidad**, en el sentido de que la inflación anual debe ser baja (menor al 4% anual); **credibilidad**, significa que se confía en que el ente emisor mantendrá la inflación baja en el futuro; y **convertibilidad**, implica que la moneda nacional pueda comprar bienes y servicios, tanto domésticos como externos, lo que incluye la compra de moneda extranjera sin restricciones.

La experiencia de la política monetaria en América Latina, y en general en los países en desarrollo, no ha sido buena. Las economías han atravesado por episodios de inestabilidad monetaria extrema, manifestada en altos niveles de inflación, masivas salidas de capital y colapsos de los sistemas financieros. El resultado ha sido baja credibilidad, lento crecimiento y recesiones recurrentes. Por lo tanto, una condición necesaria, aunque no suficiente, para atraer capital y sostener el desarrollo económico es un sistema monetario que conduzca a una moneda que ostente las tres características presentadas en el párrafo anterior.

De acuerdo con Hanke y Schuler (1994: 1), los problemas surgieron desde la aparición de los bancos centrales. En América Latina, ello ocurrió

durante la primera parte del siglo pasado (en el Perú, fue creado en 1933); mientras que en África, Medio Oriente y el Sudeste Asiático, en la década de 1950. “Typically, within a decade of establishing a central bank, developing countries experienced higher inflation and more restricted convertibility than previously”. De ahí que la alternativa de una junta de convertibilidad se presente como una opción para lograr bajas tasas de inflación, transparencia, credibilidad y, en consecuencia, bajas tasas de interés y estabilidad financiera.

## 6.2 Elementos de una junta de convertibilidad

La junta de convertibilidad, también llamada **caja de conversión**, es un arreglo monetario que combina tres elementos:

- Un tipo de cambio fijo, establecido por ley, entre la moneda de un país y una moneda ancla (llamada moneda de reserva).
- Requerimientos de reservas, que estipulan que cada unidad de moneda nacional debe estar respaldada al 100% con similar cantidad de moneda extranjera en reservas<sup>10</sup>. La convertibilidad es automática.
- Un mecanismo automático de corrección de los problemas en la balanza de pagos. Si ocurre un déficit externo (por ejemplo, si salen más unidades de moneda extranjera que las que ingresan al país), se produce una contracción en la oferta monetaria doméstica y, por ende, se reduce el gasto interno.

El país que introduce una junta de convertibilidad se compromete a convertir la moneda nacional en moneda extranjera a un tipo de cambio fijo, determinado por ley. Como se ha mencionado, Argentina implementó el sistema en 1991, mientras que Hong Kong en 1983. Cabe destacar que el tipo de cambio establecido no tiene que coincidir con 1 unidad de moneda nacional igual a 1 unidad de moneda extranjera, como es el caso de Argentina. En Hong Kong, el tipo de cambio es de 7,80 dólares de Hong Kong por dólar de Estados Unidos. Para que el compromiso sea creíble, la junta de convertibilidad mantiene reservas en moneda extranjera equivalente al 100% de la moneda nacional emitida.

10 Esta es una característica de una junta de convertibilidad ortodoxa, en contraposición con los denominados *currency board-like systems*, donde el nivel de reservas requerido no es igual al 100%.

En la medida que se trata de un arreglo monetario, en cierta forma sustituye al banco central, en lo que se refiere a sus funciones tradicionales. El banco central es el eje del sistema monetario del país y tiene el monopolio de la emisión de moneda nacional, es decir, tiene el poder discrecional para hacerlo. En otras palabras, la autoridad monetaria tiene la capacidad de diseñar la política monetaria. Con el objetivo de clarificar las diferencias entre una junta de convertibilidad y un banco central, en el cuadro 10.3 se presentan algunas características de ambos.

Si bien es cierto que algunas de las diferencias son cuestionables (por ejemplo, en el caso peruano, el banco central está prohibido —de acuerdo con su ley orgánica— de financiar déficit fiscales; además, sus logros de inflación baja a fines de la década de 1990 son indiscutibles), **el principal argumento a favor de las juntas de convertibilidad radica en la necesidad de tener una política monetaria creíble. Solo puede emitir moneda nacional si tiene el respaldo en reservas por el mismo monto.**

Las diferencias entre ambas instituciones pueden comprenderse también a través de un análisis de las cuentas T. En el caso de una **junta de convertibilidad**, el activo está constituido por las tenencias de reservas (en la moneda ancla); por el lado de los pasivos, existe el mismo valor (en moneda nacional) en poder del público y de los bancos comerciales. Cuando se analiza un **banco central**, los activos están conformados por reservas líquidas en moneda extranjera (al igual que una junta de convertibilidad), además de activos domésticos, la mayoría de los cuales es deuda del Gobierno Central y préstamos otorgados a la banca comercial. Un banco central puede adquirir un activo doméstico, con lo que se incrementa la base monetaria, o vender reservas para reducir los excesos de liquidez (estas intervenciones, como se ha visto en el capítulo dos, se denominan operaciones de esterilización).

Esta capacidad discrecional de alterar la base monetaria no la tiene una junta de convertibilidad. En este último caso, la base monetaria se incrementa cuando el sector privado desea vender moneda extranjera al tipo de cambio fijo, y disminuye en caso contrario. En contraste, el banco central puede tener la iniciativa (discreción) de aumentar o reducir la base monetaria cuando lo considere adecuado.

En general, las juntas de convertibilidad presentan las siguientes ventajas:

**Cuadro 10.3**  
**Comparación entre la junta de convertibilidad y el banco central**

| <b>Junta de convertibilidad típica</b>        | <b>Banco central típico</b>                     |
|---|---|
| Emite monedas y billetes                      | Emite monedas y billetes                        |
| Sistema cambiario fijo                        | Determina cualquier sistema cambiario           |
| Reservas iguales al 100% de la base monetaria | Nivel de reservas variable                      |
| Convertibilidad irrestricta                   | Convertibilidad limitada                        |
| Política monetaria de acuerdo con reglas      | Política monetaria discrecional                 |
| No es un prestamista de última instancia      | Prestamista de última instancia                 |
| No regula los bancos comerciales              | Regula los bancos comerciales                   |
| Transparente                                  | Opaco   |
| Aislado de presiones políticas                | Politizado                                      |
| Alta credibilidad                             | Baja credibilidad                               |
| Obtiene señoreaje sólo del interés            | Obtiene señoreaje del interés y de la inflación |
| No puede crear inflación                      | Crea inflación                                  |
| No puede financiar déficit fiscales           | Puede financiar déficit fiscales                |
| Reforma monetaria rápida                      | Reforma monetaria lenta                         |

Fuente: Hanke y Schuler (1994: 4).

- a. Proveen de un ancla nominal que logra mantener la inflación bajo control, pues atan los precios de los bienes transables producidos dentro del país a aquellos del país de la moneda ancla. De esta forma, quiebra el componente inercial de la inflación. Las expectativas inflacionarias convergen a los precios que prevalecen en el país de la moneda ancla.
- b. Eliminan el componente de riesgo en las tasas domésticas de interés, lo que disminuye los costos de endeudamiento externo, tanto del sector privado como del público. De esta manera, las tasas de interés se ajustan de manera automática. Si un inversionista desea comprar



dólares, la oferta monetaria en moneda nacional se reduce en la misma magnitud. Ello eleva las tasas de interés, lo que incentiva a los inversionistas a mantener moneda nacional, revirtiéndose la tendencia inicial.

- c. Proveen un mecanismo automático de ajuste de la oferta monetaria. Una caída en la demanda por activos domésticos produce de manera automática una salida de capitales y una elevación en las tasas de interés, sin presionar al tipo de cambio; mientras que un incremento de la demanda por activos domésticos genera los efectos opuestos. No existe la posibilidad para aplicar una política monetaria discrecional ni tampoco la opción de financiar déficit fiscales.

Por el lado de las desventajas, las principales son las siguientes:

- a. Reducen la posibilidad de implementar una política monetaria. A pesar de que algunos defensores de la junta de convertibilidad sostienen que esta es una ventaja (Hanke y Schuler 1994), la historia monetaria de América Latina muestra que el hecho de tener una política monetaria ha conducido a episodios de alta inflación e inestabilidad (Mishkin y Savastano 2000). Sin embargo, un país incapaz de llevar a cabo una política monetaria, pierde un instrumento que podría ayudar a las autoridades a neutralizar los efectos de ciertos choques de oferta a la economía doméstica.
- b. El banco central no puede actuar como un prestamista de última instancia. Ante una crisis bancaria, la inyección de fondos por parte de la autoridad monetaria puede conducir a una explosión inflacionaria y a una depreciación cambiaria. No obstante, sí se considera que algunas economías, como por ejemplo la peruana, la dolarización de las deudas de los agentes económicos con el sistema bancario, podría ahondar los problemas bancarios.
- c. Pese a que limita la inflación, no puede garantizar una inflación equivalente a aquella del país que emite la moneda ancla. Por ejemplo, entre 1983 y 1991, la tasa de inflación en Hong Kong duplicó, en promedio, la inflación de Estados Unidos. Esto ocurre porque el tipo de cambio fijo ata los precios de los bienes y servicios domésticos con los precios de bienes y servicios similares en el país que emite la moneda de reserva. Sin embargo, los precios de los bienes no transables (aquellos que no compiten en ambos mercados) pueden diferir. En consecuencia, el tipo de cambio real puede sobrevalorarse (Kopcke 1999).

### 6.3. Prerrequisitos de una junta de convertibilidad

¿Puede establecerse una junta de convertibilidad en cualquier momento? En opinión de Hanke y Schuler (1994) no existe ninguna precondition. Sin embargo, en la medida que el logro de la credibilidad no es automático, otros investigadores (Edwards 2000b, Larraín y Velasco 2000, Velasco 1999) plantean una serie de condiciones previas, entre las que destacan las siguientes:

- a. Deben cumplirse los criterios de un **área monetaria óptima**. Esta última se define como una región en la cual es óptimo usar una moneda y tener una política monetaria propia. Como sostiene Frankel, “a region that is neither so small and open that it would be better off pegging its currency to a neighbor, nor so large that it would be better off splitting into subregions with different currencies” (1999:14). Es decir, los países grandes son peores candidatos que los pequeños.
- b. El país que pretende establecer una junta de convertibilidad debe desarrollar una parte importante del comercio con el país con el que desea atar su moneda.
- c. Debe existir una necesidad de importar la estabilidad monetaria, en razón de una serie de episodios previos de alta inflación, ausencia de instituciones públicas creíbles y de un alto grado de exposición a cambios repentinos en las expectativas de los inversionistas internacionales (Edwards 2000b). Debe tratarse de países que buscan la estabilidad de precios a cualquier costo.
- d. Adecuado nivel de reservas.
- e. El país debe desear una mayor integración con un socio comercial, pues ello fortalece la credibilidad política del compromiso.
- f. Compromiso con la estabilidad fiscal.
- g. El sistema bancario debe estar bien capitalizado y regulado, pues no existe la función de prestamista de última instancia, aunque esta función podría delegarse a otra institución (como un consorcio de bancos extranjeros u organismos multilaterales que extiendan una línea de crédito contingente para afrontar problemas temporales de liquidez).
- h. Respeto de las normas legales. “Estos arreglos tienen sentido solo en donde el Gobierno respeta sus propias normas y donde las leyes no se pueden cambiar a capricho” (Larraín y Velasco 2000: 112).

Más allá de lo anterior, una de las cuestiones de fondo con respecto de este régimen es la siguiente: **¿hasta qué punto reducen o eliminan la posibilidad de una crisis financiera?** Para evaluar si el papel de las juntas de convertibilidad va más allá de un objetivo antiinflacionario, a continuación se revisa la experiencia de algunos países con este esquema.

#### **6.4. El caso de Bulgaria (1997)<sup>11</sup>**

Bulgaria estableció una junta de convertibilidad el 1 de julio de 1997. Desde fines de 1996, atravesaba por una crisis bancaria e hiperinflación. En el cuadro 10.4 se presenta la evolución de algunos indicadores macroeconómicos entre 1995 y 1998.

En enero de 1997, la crisis macroeconómica era profunda. La tasa anual de inflación en enero de ese año se ubicaba en torno al 500% y excedió el 2.000% en marzo. El aumento de la inflación se debía a las frecuentes inyecciones de liquidez en respaldo del sistema bancario; al financiamiento monetario de los déficit fiscales; y, por último, al deterioro de la confianza en el lev búlgaro, que redujo la demanda de dinero nacional. En el primer trimestre de 1997, con el objetivo de evitar depreciaciones cambiarias, el banco central agotó sus reservas. En paralelo, la caída del producto impactó en la recaudación tributaria, por lo que el Gobierno emitió bonos del tesoro para financiar el déficit fiscal con plazos de vencimiento cada vez más cortos y tasas de interés cada vez más altas.

Los problemas estructurales mostraban el mismo nivel de gravedad. Desde 1995 se gestó una crisis bancaria; hacia 1996, los diez bancos estatales (que representaban más del 80% de los activos del sistema bancario), tenían un nivel de capital negativo y más del 50% de las carteras de los bancos consistían en préstamos en moras. Desde el punto de vista técnico, la mitad de los bancos privados estaba quebrada. En ese escenario, los retiros masivos de depósitos no se hicieron esperar y el Banco Nacional de Bulgaria (BNB) cerró un total de bancos que representaban un tercio del sistema bancario del país. El BNB reaccionó a través de la inyección de liquidez, con el consiguiente impacto inflacionario.

En este contexto, el objetivo primario era estabilizar la economía, mediante el restablecimiento de la disciplina fiscal; reducir la deuda pública, y recuperar la confianza en la moneda nacional. Desde noviembre de

11 El análisis está basado en Gulde (1999: 36-9).

**Cuadro 10.4**  
**Bulgaria: antes y después de la caja de conversión**  
**(en porcentaje)**

|   | <b>Primer trimestre</b> |             |             |             |             |
|---|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>1995</b>             | <b>1996</b> | <b>1997</b> | <b>1997</b> | <b>1998</b> |
| <b>Crecimiento PBI</b>                                    | 2,1                     | -10,9       | -           | -6,9        | 3,5         |
| <b>Inflación</b>  | 32,9                    | 310,8       | 2.040,4     | 578,5       | 1,0         |
| <b>Saldo fiscal</b>                                       | -6,4                    | -13,4       | -52,1       | -2,1        | 1,3         |
| <b>Reservas, incluido el oro (en millones de dólares)</b> | 1.546                   | 781         | 826         | 2.474       | 3.056       |
| <b>TC (lev/dólar)</b>                                     | 70,7                    | 487,4       | 1.021,9     | 1.776,5     | 1.675,1     |
| <b>TC (lev/marco)</b>                                     | 49,3                    | 313,4       | 946,9       | 1.000,0     | 1.000,0     |
| <b>Crecimiento base monetaria</b>                         | 50,5                    | 92,4        | 780,0       | 780,0       | 9,8         |
| <b>Crédito del BNB a los bancos</b>                       | -7,8                    | 122,4       | 67,5        | 4,5         | -36,6       |

Fuente: Gulde (1999: 39).

1996, surgió la idea de establecer una junta de convertibilidad. Los defensores de ella sostenían que solucionaría los problemas inflacionarios, el excesivo crédito del banco central a los bancos comerciales y las altas tasas de interés de la deuda pública. El banco central no tendría poder discrecional y tanto la tasa de inflación como las tasas de interés se reducirían a los niveles del país emisor de la moneda ancla. El respaldo de una política económica más creíble partía del éxito de Argentina, Estonia, Hong Kong y Lituania. Los críticos argumentaban que Bulgaria no cumplía con las condiciones necesarias para establecer una caja de conversión. El sistema bancario búlgaro era de mayor tamaño y tenía más problemas que su similar en los países que habían adoptado el sistema. También argüían que era necesario un prestamista de última instancia y que el nivel de reservas era bajo, por lo que se requería de una fuerte devaluación inicial.

A pesar del debate, la decisión de establecer una junta de convertibilidad se adoptó de manera definitiva en el segundo trimestre de 1998, cuando un nuevo gobierno entró en funciones. Previo a ello, se produjo un amplio debate con respecto de la moneda ancla. Por un lado, los partidarios del dólar de Estados Unidos señalaban su amplio uso, tanto como reserva de valor, como en transacciones informales. Por otro, el mar-

co alemán aparecía como una moneda más compatible con la estructura comercial del país, lo que facilitaría su integración a la Comunidad Económica Europea. La decisión final, a favor del marco alemán, se adoptó a fines del segundo trimestre de 1997. El 5 de junio de 1997 se estableció el tipo de cambio: 1.000 lev por marco alemán. La ley que respaldaba la caja de conversión entró en vigencia el 1 de julio de 1997.

Desde luego, la transición supuso una reorganización del BNB, que se dividió en tres áreas: emisión, banca y supervisión. El departamento de emisión mantendría todos los pasivos monetarios del BNB y debía mantener activos en divisas y oro para cubrir los pasivos. En vista de los problemas financieros, la caja de conversión estableció un **exceso de cobertura**, que sería manejado por el departamento de banca<sup>12</sup>. **Estos fondos podían usarse para otorgar préstamos garantizados a los bancos comerciales en caso de una crisis de liquidez.** El departamento de supervisión fortaleció las leyes bancarias y los mecanismos de supervisión.

Los resultados de la junta de convertibilidad fueron positivos. La tasa de inflación se redujo a 1% en 1998; el nivel de reservas se elevó a más de 3.000 millones de dólares (véase cuadro 10.4). La tasa de interés, que superó el 200% en el momento más crítico, disminuyó a 5,2% a fines de 1998, acercándose a las tasas alemanas. **Estos logros no se vieron afectados por la crisis rusa de 1998.**

En síntesis, el establecimiento de una caja de conversión requiere de más preparación en comparación con un programa tradicional de estabilización, pero logra mejores resultados en menor tiempo. Otro punto a considerar es que la reforma legal requiere un amplio apoyo parlamentario. Por último, la junta de convertibilidad es solo un elemento de un programa de estabilización. La disciplina fiscal y otras medidas que contribuyan a la estabilidad de los flujos de capitales son cruciales para su sostenimiento.

## 6.5. La junta de convertibilidad argentina (1991)

### 6.5.1. Antecedentes

La implementación de regímenes de fijación dura se asocia con países que han perdido completa credibilidad en señalar un compromiso

12 El exceso de cobertura significa que la junta de convertibilidad tendría más divisas que las necesarias para cubrir los pasivos monetarios del banco central.

estricto con una baja inflación y disciplina macroeconómica. Cuando los disturbios están originados en el terreno monetario, un tipo de cambio fijo anclado a la moneda de otro país (con una historia de baja inflación) puede ser la única manera de establecer credibilidad (Corden 2000). Esta es la situación que afrontaba Argentina cuando el Gobierno implementó el Plan de Convertibilidad en abril de 1991.

Hasta antes de la implementación de la junta de convertibilidad, Argentina tenía una larga historia inflacionaria. En el cuadro 10.5 se presenta la evolución de la tasa de inflación, promedio anual, entre 1950 y 1990. A pesar de distintos programas de estabilización, la inflación continuó su tendencia hacia el aumento. No obstante, algunos de ellos tuvieron algún éxito pero fueron de corta vida, como el programa conocido como La Tablita, implementado por Martínez de Hoz entre 1979 y 1981, y el Plan Austral en 1985.

**Cuadro 10.5**  
**Argentina: inflación 1950-1990 (promedio anual)**

| Período   | Inflación promedio |
|-----------|--------------------|
| 1950-1970 | 30%                |
| 1971-1975 | 104,6%             |
| 1976-1980 | 181,0%             |
| 1981-1985 | 369,6%             |
| 1986-1990 | 1.382,4%           |

Fuente: Banco Central de Argentina, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

En los dos casos mencionados, los gobiernos implementaron esquemas de estabilización basados en un ancla cambiaria y redujeron la inflación durante un corto período. Sin embargo, no pudieron sostenerse en el largo plazo y terminaron en crisis en la balanza de pagos y fuertes devaluaciones. Las razones estuvieron en la incapacidad de lograr una reducción sostenible del déficit fiscal y la ausencia de una política monetaria consistente. Inclusive, Argentina atravesó por dos episodios hiperinflacionarios: entre abril y julio de 1989 y entre diciembre de 1989 y marzo de 1990. Por lo tanto, **los orígenes de esta secuencia de inestabilidad monetaria han estado vinculados con los déficit fiscales.**

El Plan Austral de 1985 se basó en cuatro elementos: reducción del déficit fiscal, introducción de una nueva moneda (el austral), esquema de

desindexación (conocido como **desagio**) y esquema de congelamiento de precios y salarios, dentro de los cuales se incluían los precios de las tarifas públicas y el tipo de cambio. Sin embargo, la política monetaria expansiva del banco central llevó a la adopción de un sistema cambiario de minidevaluaciones (*crawling peg*) y a una reindexación de la economía. El déficit fiscal se redujo de 4,2% del PBI en 1985 a 2,3% en 1986, y aumentó a 4,9% en 1987 y 5,0% en 1988. El Plan Austral representó una mezcla inconsistente de medidas ortodoxas (políticas monetarias y fiscales) con un choque heterodoxo, manifestado en el congelamiento de precios<sup>13</sup>.

En agosto de 1988 se anunció el Plan Primavera, que fue percibido por los agentes económicos como el último intento antiinflacionario antes de las elecciones presidenciales de 1989. Este plan se basó en un acuerdo desindexatorio con las empresas líderes, el anuncio sobre la evolución futura de las empresas líderes y en un nuevo régimen cambiario: por un lado, las transacciones para los flujos financieros y las importaciones se harían al tipo de cambio libre, basado en un sistema de flotación administrada; por otro, las exportaciones se regirían por el tipo de cambio oficial. La brecha entre ambos tipos de cambio representó un impuesto implícito a los exportadores de 25% (Canavese 1992). No obstante, el déficit fiscal continuó su tendencia hacia el aumento, aspecto vinculado con la hiperinflación de noviembre y diciembre de 1988 (180,4% y 137,8%). La dolarización informal de la economía fue una consecuencia de lo anterior. Los agentes económicos huyeron hacia una moneda más estable, lo que presionó aun más el tipo de cambio.

En julio de 1989, el nuevo gobierno de Carlos Saúl Menem implementó un programa denominado BB. El plan se basó en el anuncio de un conjunto de reformas estructurales en el área fiscal. La reducción de subsidios y el inicio de las privatizaciones se encontraban entre sus elementos más saltantes. El resultado primario fiscal mostró un superávit de 1,1% del PBI en 1989, pero no era suficiente para cubrir los intereses de la deuda pública. A inicios de diciembre, el tipo de cambio se devaluó en 50% y los precios públicos se elevaron en 70%. La falta de credibilidad minó las bases del programa.

En 1989 se produjo una crisis financiera. Por lo general, los déficit fiscales se cubrían mediante la emisión monetaria o de deuda (esta última opción se asocia con la venta de bonos gubernamentales en el mercado;

13 Las similitudes con el caso peruano en el mismo período pueden analizarse en Parodi (2001).

sin embargo, existen otros casos, en los cuales los gobiernos incurren en deudas con el sector bancario, en la forma de requerimientos de reserva obligatorios sobre los depósitos). Desde la implementación del Plan Austral, el Gobierno argentino incurrió en una deuda obligatoria con los bancos, mediante la compra de una fracción del balance comercial, con el objetivo de pagar los intereses tanto de la deuda externa, como de la interna. El banco central emitió dinero para cubrir los pagos a los bancos y al mismo tiempo elevó el requerimiento obligatorio de reservas para esterilizar la inyección de liquidez. Esto redujo el monto de fondos prestables disponibles en el sistema bancario y redujo su rentabilidad. En diciembre de 1989, cuando el Gobierno reestructuró la maduración de los bonos públicos, se produjo una corrida bancaria.

El 28 de diciembre de 1989, el Gobierno puso en marcha el Plan Bonex (Bonos Externos), cuyo objetivo era detener la corrida bancaria. El plan transformó la deuda pública originada en los requerimientos de reservas en bonos con una mayor maduración. Los bancos podían comprar bonos en el mercado para cubrir los depósitos. La reforma monetaria fue exitosa: los períodos de maduración de la deuda pública se extendieron de siete días a 10 años y la tasa de interés se redujo a niveles de la tasa Libor. Pero, **la deuda quedaba indexada al tipo de cambio**. Además de ello, días antes, el ministro Erman González anunciaba la eliminación del control de cambios, la flotación y la supresión de todo control de precios. Sin embargo, hacia fines de enero de 1990, las tarifas públicas no habían sido modificadas, por lo que el Gobierno anunció un choque tarifario de aproximadamente 97%. La aceleración inflacionaria consecuente, a pesar de la política monetaria restrictiva, parecía incontrolable, por lo que el control de la inflación pasó a ser prioridad del poder ejecutivo.

En 1988 y en 1989, Argentina atravesó por una recesión de -3,0% y -4,4%, mientras que la hiperinflación fue de 4.923% y 1.343% en los dos años mencionados. El déficit fiscal fue de 6,8% del PBI entre 1987 y 1988 y llegó a 7,5% del PBI en 1989. Como consecuencia, las tasas de interés reales fueron negativas en 1989 (-14,4% la activa y -6,6% la pasiva).

El contexto descrito imponía la necesidad de una reforma más profunda. La brecha fiscal, la hiperinflación y el problema de la deuda pública se materializaron en una falta de credibilidad de los agentes económicos. Parecían estar condenados a convivir con la inflación, pues los programas de estabilización no habían funcionado. Fue este entorno el que llevó a la búsqueda de alternativas drásticas y creíbles. La administración de Carlos Menem optó por implementar una de las estrategias disponibles para un



país que se encuentra en una situación hiperinflacionaria y que requiere un **choque de credibilidad**: una junta de convertibilidad.

### 6.5.2. La estabilización y la junta de convertibilidad

El 27 de marzo de 1991 se aprobó la Ley de Convertibilidad (denominada Plan Cavallo). El programa combinó políticas ortodoxas de estabilización con una serie de reformas estructurales, cuyo objetivo era asegurar la estabilidad de precios y promover el crecimiento de largo plazo. El problema inicial era superar la falta de confianza, luego de décadas de inflación y fallidos intentos de estabilización. Para ello, las autoridades decidieron ir más allá de los programas basados en un ancla cambiaria y adoptaron un *currency board*.

La ley ataba el valor del austral al dólar en el libre mercado y explicitaba el compromiso del banco central de vender dólares al tipo de cambio fijo de 10.000 australes por dólar. En enero de 1992, se cambió la moneda, de modo que 10.000 australes equivaldrían a 1 dólar. Para garantizar la convertibilidad, la base monetaria debía estar respaldada al 100% (como mínimo) por reservas internacionales líquidas. Así, la única fuente de expansión monetaria era la compra de reservas internacionales. **La ley tenía dos objetivos: por un lado, persuadir al público de que tener 10.000 australes (luego un peso) era equivalente a tener un dólar y, por otro, que el Tesoro no incurriría en déficit fiscales, a menos que pueda ser financiado en el mercado de capitales, nacional o internacional.**

Además, imponía una serie de restricciones, que tenían el objetivo de fortalecer la credibilidad. Entre las más importantes, destacaban las siguientes:

- a. El banco central sería un ente independiente del poder ejecutivo.
- b. El tipo de cambio fue establecido por ley (la Ley de Convertibilidad) y se liberalizó el mercado cambiario. Esto significó que cualquier alteración en el tipo de cambio nominal debía ser aprobado por el Congreso. De esta manera, ni el banco central, ni el Ministerio de Economía podían desviarse de manera unilateral de la política anunciada.
- c. La Ley de Convertibilidad estableció que la base monetaria debía estar respaldada por las reservas internacionales. Un tercio de la base podía estar expresado en bonos gubernamentales líquidos, denominados en moneda extranjera y valorados a precios de mercado. Esto

- otorgaba cierto margen de maniobra a la autoridad monetaria para implementar políticas monetarias y crediticias y actuar como prestamista de última instancia ante una crisis de liquidez<sup>14</sup>.
- d. La ley restringía la posibilidad de financiar déficit fiscales, a excepción de la compra de bonos gubernamentales a precios de mercado. El incremento anual de los bonos gubernamentales, en manos del banco central, no podía exceder el 10%.
  - e. Todos los contratos podían expresarse en dólares, pero la ley prohibía la inclusión de cláusulas de indexación para evitar los efectos de la inflación inercial.
  - f. Se estableció la libre movilidad de capitales, suprimiéndose todos los controles a las transacciones en moneda extranjera entre residentes y no residentes.

Como se ha reseñado, el banco central tenía que pagar intereses sobre los requerimientos de reserva, exigidos al sistema bancario. Ante ello, la autoridad monetaria suspendió la remuneración a los requerimientos de reservas, con lo cual eliminó una de las principales fuentes que habían ocasionado los fallidos intentos de estabilización en el pasado. Otro punto relevante es que la actuación del banco central como prestamista de última instancia se redujo considerablemente. En la medida que la fracción de bonos usada para respaldar la base monetaria fuera menor que el límite establecido en la ley, existía cierto espacio para el otorgamiento de crédito doméstico por parte del banco central.

La junta de convertibilidad tuvo éxito en abatir la inflación; sin embargo, **el vuelco positivo de la economía argentina también se debió a las reformas estructurales que acompañaron a la Ley de Convertibilidad.** Sin ellas, los efectos de la reforma monetaria hubieran sido efímeros. Aun así, los defensores de la misma suelen pasar por alto que el mecanismo de ajuste del esquema monetario fue un factor fundamental en la recesión de -4,0% en 1995 (véase cuadro 10.1).

En primer lugar, **el logro del equilibrio fiscal era crucial para el éxito del plan de convertibilidad.** Para ello se implementaron reformas estructurales que fortalecieron las finanzas públicas. Hubo cambios en el sistema tributario (mediante los cuales obtuvieron mayor importancia rela-

14 Esta es la razón por la que Hanke y Schuler (1994) sostienen que la junta de convertibilidad argentina no era ortodoxa, pues en esta el país importa la política monetaria en su totalidad.

tiva el impuesto al valor agregado y el impuesto a las utilidades), privatizaciones de empresas públicas, reformas del sistema de seguridad social y una considerable reducción del empleo en el sector público (alrededor de 800.000 empleados). También se suspendió el esquema de subsidios a la industria, símbolo del proteccionismo de las décadas previas. Estas medidas redujeron el déficit fiscal de 10% del PBI en 1989 a una situación balanceada en la primera mitad de la década de 1990.

La seguridad social fue reformada, instituyéndose un esquema de capitalización individual, dentro del cual cada trabajador depositaría sus contribuciones individuales para financiar su jubilación futura (este esquema es similar al de las AFP en el Perú). La utilidad de esta reforma radicó en el desarrollo del mercado doméstico de capitales.

La privatización de las empresas públicas también fue parte del ajuste fiscal, pues una parte no despreciable del déficit fiscal estaba originado en las pérdidas operativas de dichas empresas. Los beneficios de la ola privatizadora eran la mejora de las cuentas fiscales y una mejora en la eficiencia de las mismas, factor crítico para elevar la productividad total de la economía. En noviembre de 1990 se concretaron las primeras privatizaciones: Entel (compañía de teléfonos) y Aerolíneas Argentinas, lo que representó una señal fundamental para recuperar la confianza de los inversionistas privados y de la comunidad financiera internacional.

Por el lado de la reforma tributaria, antes de la década de 1990, el Gobierno obtenía la mayoría de sus ingresos de impuestos distorsionantes, como por ejemplo, impuestos a las exportaciones y el impuesto inflación. Estos fueron reemplazados por el IVA (impuesto al valor agregado), así como por una mayor recaudación atribuible a impuestos al ingreso.

Por último, con respecto de la deuda pública anterior, en agosto de 1991 se aprobó la Ley de Consolidación Fiscal, que establecía que la deuda pública pactada antes de abril de 1991 sería pagada en bonos consolidados, con una maduración máxima de 16 años, en función del tipo de deuda.

En segundo lugar, otro elemento clave del conjunto de reformas fue la reestructuración del sistema bancario, cuyo objetivo era fortalecer su solvencia y reducir así el riesgo de futuros salvatajes bancarios. Para ello, el banco central desarrolló un nuevo conjunto de regulaciones que enfatizaban la necesidad de liquidez y capitalización adecuada. Así, la Ley de Convertibilidad limitó los créditos otorgados por el banco central a las instituciones financieras y eliminó las restricciones a la entrada de nuevos bancos, se facilitaron las fusiones y, en general, los bancos domésticos y exter-

nos se colocaron en igualdad de condiciones. Las tasas de interés serían determinadas por el mercado.

En tercer lugar, para asegurar el acceso al mercado internacional de capitales, se inició un **proceso de renegociación de la deuda externa**. Ello se logró con un acuerdo Brady, mediante el cual la vieja deuda se cambiaría por nueva deuda, expresada en tres tipos de bonos: los bonos a la par (tasa fija), los bonos con descuento (tasa flotante) con una maduración de 30 años, con el principal garantizado por cupones del Tesoro de los Estados Unidos y los bonos a tasa flotante (FRB), sin colateral. El éxito del Plan Brady abrió un camino para obtener financiamiento voluntario del mercado internacional de capitales y permitió que Argentina emita nuevos bonos en monedas fuertes.

En cuarto lugar, se implementó una reforma comercial. Por un lado, el arancel promedio se redujo a 10%; por otro, se eliminaron otras restricciones comerciales, a través de la participación del país en el Mercosur (pacto firmado por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay a inicios de 1990).

En consecuencia, Menem se adhirió a un programa de reformas estructurales a favor del libre mercado, por lo cual tuvo que distanciarse de la influencia de su propio partido (Justicialista o Peronista). Para ello, a inicios de 1991 nombró como ministro de Finanzas a Domingo Cavallo, quien se convirtió en una especie de garante del plan de convertibilidad ante los ojos de los inversionistas internacionales y de los organismos multilaterales. Los resultados del programa de estabilización y la junta de convertibilidad pueden ser apreciados en el cuadro 10.6.

El cuadro 10.6 muestra que el plan de convertibilidad fue exitoso en abatir la inflación, que a partir de 1994 se ubicó por debajo del 4% anual. En paralelo, se observa una recuperación del crecimiento, pero con dos etapas recesivas: la primera, en 1995, que coincide con la crisis mexicana; y la segunda a partir de 1998, cuando el entorno económico internacional se caracterizó por una marcada turbulencia originada en la crisis rusa; la misma tendencia se observa en el consumo y en la inversión. **Esto significa que la junta de convertibilidad no hizo inmune a la economía argentina a los choques externos.**

El éxito en abatir la inflación y recuperar la disciplina macroeconómica no estuvo exento de costos: la apreciación real del tipo de cambio (la inflación argentina entre 1991 y 1994 fue mayor que la de los Estados Unidos), la pérdida de competitividad y el crecimiento del déficit en la cuenta corriente influyeron en el aumento del desempleo (véase cuadro 10.6). Desde la crisis mexicana de 1994, Argentina enfrentó las mismas dificultades que

**Cuadro 10.6**  
**Argentina: indicadores macroeconómicos 1991-2000**  
 (variaciones porcentuales)

|                                     | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995  | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| <b>Crecimiento PBI</b>              | 10,6 | 9,6  | 5,7  | 5,8  | -2,8  | 5,5  | 8,1  | 3,9  | -3,4 | -0,5 |
| <b>Inflación</b>                    | 84,0 | 17,6 | 7,4  | 3,9  | 1,6   | 0,1  | 0,3  | 0,7  | -1,8 | -0,7 |
| <b>Inversión bruta</b>              | 29,9 | 32,6 | 15,3 | 13,7 | -13,0 | 8,8  | 17,7 | 6,6  | -7,5 | -8,3 |
| <b>Consumo</b>                      | 14,8 | 13,2 | 5,3  | 5,0  | -3,6  | 6,0  | 7,9  | 3,1  | -3,5 | -0,1 |
| <b>Exportaciones</b>                | -3,0 | 3,5  | 7,0  | 15,1 | 22,6  | 7,8  | 12,0 | 10,1 | -1,2 | 12,7 |
| <b>Brecha fiscal (% del PBI)</b>    | -1,6 | -0,1 | 0,3  | 0,1  | -2,3  | -3,2 | -2,1 | -2,1 | 4,1  | -3,6 |
| <b>Cuenta corriente (% del PBI)</b> | nd   | -2,4 | -3,0 | -3,6 | -1,9  | -2,4 | -4,1 | -4,8 | -4,4 | -3,3 |

Fuente: Banco Central de Argentina, [www.bca.gov.ar](http://www.bca.gov.ar)

llevaron a México a abandonar el tipo de cambio fijo; sin embargo no lo hizo. Como sostiene Wise, “although the conditions that initially prompted the adoption of a rigidly fixed exchange rate have changed markedly, Argentina policymakers have again declared their intention to stay the course with the currency board rather than shift to a more flexible and potentially less costly strategy” (2000b: 95).

El crecimiento argentino entre 1991 y 1994 fue financiado con un influjo de capitales que llevó a un aumento en el nivel de reservas. Esta tendencia fue similar en las economías de América Latina que iniciaron reformas estructurales a favor del libre mercado a inicios de la década anterior y las dificultades fueron las mismas. El tipo de cambio real, con base 1990=100, se redujo a 72,5 en 1991, 55,6 en 1993, 54,2 en 1995 y 53,2 en 1998. El ingreso de capitales generó un *boom* en el consumo y la inversión, por lo que la recaudación tributaria aumentó, pero el gasto público se mantuvo alto. Los bajos niveles de ahorro (privado y público) en el período mencionado sugieren una tendencia procíclica a sobregastar cuando la fuente del crecimiento es el ingreso de capitales. Una prueba de ello es el crecimiento de la deuda externa, que aumentó de US\$ 65.257 millones de dólares en 1989 a US\$ 65.325 en 1993, US\$ 99.363 en 1995 y US\$ 130.828 millones en 1997 (Wise 2000b). En consecuencia, el impacto del plan de convertibilidad en el crecimiento económico dependió del financiamiento externo.

### 6.5.3. *El plan de convertibilidad y el Efecto Tequila*

El primer desafío al programa de 1991 fue la crisis mexicana de finales de 1994. La reversión de la tendencia en la dirección de los capitales detuvo la expansión previa.

Argentina fue el país más afectado por la devaluación del peso mexicano de diciembre de 1994. El 28 de diciembre de 1994, el banco central vendió US\$ 353 millones para enfrentar la considerable salida de capitales, en especial aquellos de corto plazo. En los tres meses siguientes, las reservas internacionales se redujeron en US\$ 6 mil millones (33% del total); entre el 19 de diciembre de 1994 y el 8 de marzo de 1995, el índice de la bolsa de valores cayó en 50%, los precios de los bonos argentinos en 36%, el sistema bancario sufrió una pérdida de depósitos de 18% y la tasa de interés se elevó de 11% a 19% (Ganapolsky y Schmukler 1999). Argentina defendía el compromiso con el tipo de cambio a cualquier costo. El 11 de marzo de 1995, la influyente revista *The Economist* reportaba lo siguiente:

“Mr. Cavallo has said that he would rather dollarize the economy entirely than devalue the peso”<sup>15</sup>.

En una junta de convertibilidad, una salida de capitales es equivalente a una reducción de la base monetaria; de ahí que la recesión resultante no sea sorpresiva. El Gobierno enfrentaba dos opciones: por un lado, devaluar y abandonar el esquema de convertibilidad; por otro, enviar señales al mercado para atraer capitales y reiniciar el proceso de crecimiento. La administración Cavallo optó por la segunda alternativa.

La crisis financiera de 1995 fue originada en un **choque de iliquidez y no de insolvencia** dentro de un esquema macroeconómico consistente, detonado por la crisis mexicana. Argentina no mantenía un intercambio comercial significativo con México; entonces, ¿por qué la afectó? La razón puede ubicarse en el terreno de las expectativas de los inversionistas internacionales, quienes esperaban que Argentina también devalué. El país era percibido como vulnerable a un ataque especulativo por una serie de factores internos: no existía un programa con el FMI en curso, había señales de un deterioro fiscal (ver cuadro 10.6), la brecha externa crecía al igual que la apreciación cambiaria, y existía incertidumbre política debido a las elecciones presidenciales de mayo de 1995. Entonces, si los fundamentos económicos eran sólidos, la transmisión de México a Argentina fue un típico caso de contagio internacional. La creciente integración de los mercados de capitales en América Latina ocasionó que los precios de los activos se muevan en la misma dirección, de manera que una reducción en el precio de los mismos en un país (México) afecta a otros (Argentina). De esta manera, **la transmisión del episodio mexicano ocurrió por el canal financiero y no por el comercial.**

Esta crisis financiera fue complicada de manejar, pues bajo la junta de convertibilidad, la autoridad monetaria enfrentaba restricciones para actuar como prestamista de última instancia. En consecuencia, **las autoridades económicas debían usar instrumentos alternativos a la política monetaria para revertir el choque externo negativo.** Pese a ello, hubo tres elementos previos a considerar: en primer lugar, los bancos debían mantener altos requerimientos de liquidez; en segundo lugar, el banco central había negociado una línea de crédito contingente con bancos internacionales; por último, hacia 1994 existía una presencia considerable de bancos extranjeros: siete de los ocho bancos más grandes del país eran propiedad de bancos internacionales (Edwards 2000b).

15 Citado por Ganapolsky y Schmukler (1999: 1).

Para enfrentar el impacto del Efecto Tequila, las autoridades económicas argentinas enviaron una serie de señales al mercado desde el 28 de diciembre de 1994, entre las que destacaron las siguientes<sup>16</sup>:

- a. Se relajaron los requerimientos de reservas sobre los depósitos en dólares (28 de diciembre de 1994). En la medida en que los agentes económicos esperaban una devaluación, aumentaron sus tenencias en dólares. Para proveer liquidez a los bancos, la reducción de los requerimientos de reservas actuó como una inyección de liquidez.
- b. Se redujeron los requerimientos de reservas en pesos (12 de enero de 1995). La percepción sobre futuras moratorias llevó a los depositantes a retirar sus ahorros en pesos para cambiarlos por dólares. El objetivo de esta medida, al igual que la anterior, era reducir la presión sobre el sistema bancario.
- c. Se dolarizaron los depósitos de la banca comercial en el banco central (12 de enero de 1995). El propósito era defender el plan de convertibilidad y recuperar la confianza de los mercados al reducir la deuda del banco central denominada en pesos. Así, disminuiría el temor a enfrentar pérdidas en caso de una devaluación.
- d. Se estableció una red pública de seguridad (12 de enero de 1995). El banco central constituyó un fondo para ayudar a las instituciones, a través de la compra de carteras pesadas (*non-performing loans*). Los bancos entregaron el 2% de sus depósitos para establecer un fondo de US\$ 700 millones, administrados por el Banco de la Nación. El fondo proveyó de seguridad al sistema. Hacia 1997, las carteras pesadas fueron recompradas al Banco de la Nación y el sector bancario recuperó su capital inicial.
- e. Se limitó el uso del redescuento (3 de febrero de 1995). Antes del plan de convertibilidad, el redescuento era usado con frecuencia por las instituciones financieras para aliviar problemas de liquidez. Sin embargo, la liquidez obtenida podía usarse en actividades especulativas (compra de dólares) durante episodios de turbulencia financiera. Ante ello, el banco central estableció límites al uso del redescuento.
- f. El banco central aumentó la flexibilidad para ir en ayuda de instituciones financieras en problemas (27 de febrero de 1995). El tiempo límite para la asistencia financiera fue elevado de 30 a 120 días y podía exceder la riqueza neta de las instituciones; además, el banco central

16 Estas medidas han sido analizadas por Ganapolsky y Schmukey (1999).



- podía decidir cómo utilizar los activos adquiridos de las instituciones en problemas.
- g. Se relajaron los requerimientos de reservas (10 de marzo de 1995). Los bancos privados podían usar el 50% de su efectivo como requerimientos de reservas. Un aumento de esta medida implica menores requerimientos de reservas. El porcentaje se redujo de manera gradual hasta 0% el 31 de mayo de 1995.
  - h. Anuncio de un acuerdo con el FMI (10 de marzo de 1995). Argentina aceptó ser monitoreada por el FMI y la señal al mercado fue inmediata, pues paralelamente el Gobierno logró acceder a un crédito internacional de US\$ 7 mil millones.
  - i. Se creó un fondo fiduciario para capitalización bancaria (28 de marzo de 1995). Este fondo se estableció para ayudar a instituciones financieras en problemas, vía créditos adicionales. También tenía como objetivo reestructurar el frágil sistema financiero, vía la compra de cartera pesada. El financiamiento provino de US\$ 500 millones del Banco Mundial.
  - j. Se estableció un seguro de depósito (4 de abril de 1995). El objetivo era recuperar la confianza en el sistema financiero. El seguro sería administrado por una institución privada (SEDESA), en cuyo directorio habría representantes del banco central y del Ministerio de Economía. El tope máximo del seguro era de US\$ 10.000 para cualquier tipo de depósito, excepto aquellos que recibían un interés mayor que 2% que la tasa de interés publicada por el banco central.

Estas medidas se reforzaron con dos hechos políticos. En primer lugar, la reelección presidencial de Carlos Menem (15 de mayo de 1995). A pesar de la recesión, la reelección de Menem tranquilizó a los mercados, pues su campaña política se basó en la necesidad de mantener la estabilidad de precios y el programa de reformas estructurales. En segundo lugar, el 26 de julio de 1997, el ministro de Finanzas Domingo Cavallo fue reemplazado por Roque Fernández, expresidente del Banco Central, con lo cual se aseguraba la continuidad de las medidas.

Los hechos descritos muestran que el plan de convertibilidad y el sistema bancario fueron puestos a prueba entre diciembre de 1994 y marzo de 1995. El pánico financiero, materializado en una corrida de depósitos, desafió la viabilidad de los bancos comerciales; mientras que el banco central perdía reservas y permitía que las tasas de interés se elevaran para defender el tipo de cambio. Esta crítica situación terminó a mediados de marzo, en

respuesta a un programa de ajuste implementado con el soporte del FMI y a las medidas reseñadas; sin embargo la declinación de los depósitos solo terminó con la reelección de Menem (Kiguel 1998). No obstante, entre diciembre de 1994 y agosto de 1995, el banco central suspendió de manera transitoria 14 instituciones financieras; de ellas, tres fueron autorizadas a continuar sus operaciones, tres fueron liquidadas y en otras seis se procedió a vender sus activos y pasivos. Resulta interesante mencionar que solo el 1% de los depositantes perdió sus fondos (Banco Central de Argentina).

En síntesis, Argentina fue afectada por el Efecto Tequila. En respuesta, las autoridades respondieron con políticas activas para manejar la crisis, lo que sirvió para enviar señales adecuadas al mercado; entre estas últimas, uno de los anuncios más significativos fue el acuerdo con el FMI, que brindó el soporte internacional a la manera como el país enfrentaba la crisis (Ganapolsky y Schmukler 1999).

Cuando la intensidad de la crisis disminuyó, las autoridades económicas enfrentaban la necesidad de afrontar varios temas relacionados con las reformas estructurales, para evitar una repetición de los efectos traumáticos de 1995. Las restricciones inherentes a una junta de convertibilidad las hacían más urgentes. En primer lugar, dado el menor margen de maniobra del banco central como prestamista de última instancia, se requería de una **reestructuración profunda del sistema bancario**. Argentina avanzó de manera agresiva en este frente, lo que proveyó al sistema de un mejor posicionamiento ante choques financieros futuros, como ocurriría durante las crisis de Asia Oriental y Rusia. En segundo lugar, se hacía imprescindible racionalizar la política fiscal; los avances en esta reforma se habían dado en el ámbito local, pero no en el provincial. De acuerdo con Wise, "This delay in the streamlining of provincial budgets, and in the privatization of numerous state-held regional entities explains Menem's continued popularity in the regions once his welcome had clearly worn thin among voters in Buenos Aires" (2000b: 102).

En tercer lugar, como las autoridades decidieron mantener el esquema de convertibilidad, había que solucionar el problema de los precios relativos. La apreciación cambiaria y la consecuente pérdida de competitividad tenían que ser enfrentadas con otras medidas. Para ello, el Gobierno incentivó un rápido aumento en la productividad; pero, con una alta tasa de desempleo, las ganancias en productividad dependen de la reducción aun mayor del empleo.

A pesar de ello, las exportaciones aumentaron, gracias a una mejoría en los precios internacionales de las materias primas y a un aumento en la

demanda de Brasil por bienes argentinos, sin que sea necesario devaluar. El nivel de intercambio comercial entre Argentina y Brasil se presenta en el cuadro 10.7.

**Cuadro 10.7**  
**Intercambio comercial entre Brasil y Argentina**  
**(Porcentaje de las exportaciones e importaciones totales de Argentina)**

|                      | 1993  | 1994  | 1995  | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Exportaciones</b> | 21,20 | 22,81 | 25,91 | 27,51 | 30,77 | 30,06 | 24,29 |
| <b>Importaciones</b> | 21,15 | 19,77 | 20,66 | 22,32 | 22,70 | 22,46 | 21,95 |

Fuente: Banco Central de Argentina, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)

En cuarto lugar, se debía **mejorar el perfil de la deuda pública**. El financiamiento externo vía bonos se concentró en instrumentos de largo plazo, para evitar la concentración de las amortizaciones. Desde luego, esto fue posible gracias al acceso de Argentina al mercado internacional de capitales. Como resultado, la maduración promedio de la deuda fue de 7,8 años en 1995, mientras que el uso de instrumentos de corto plazo equivalía a solo el 3% de la deuda total (Kiguel 1998).

Hacia 1996, la confianza de Menem en el Plan de Convertibilidad, debida a la rápida recuperación luego del Efecto Tequila, llegó a tal magnitud que decidió prescindir de Cavallo, artífice y gestor del plan. Como se ha visto, fue reemplazado por Roque Fernández, quien también defendía el plan de convertibilidad y la adhesión a las reformas liberales. La reputación del programa ya no dependía de una persona, sino más bien de la continuidad de las reformas. En 1997, la economía creció 8,1% (véase cuadro 10.6), por lo que se percibía que el Efecto Tequila había pasado. Sin embargo, el esquema de convertibilidad se enfrentaría a otros tres choques exógenos: la crisis de Asia Oriental, la moratoria rusa y la crisis de Brasil.

#### *6.5.4. El plan de convertibilidad entre 1997 y 2000*

En este período, el esquema de convertibilidad afrontó tres choques externos consecutivos: la crisis de Asia Oriental (1997), la moratoria rusa (1998) y la devaluación de Brasil (1999). Como se ha visto en los capítulos anteriores, hubo dos elementos comunes a los tres episodios: el alto nivel de endeudamiento externo, privado o público, de corto plazo; y la fragili-

dad de los sistemas bancarios. Estos factores fueron afrontados por Argentina luego del Efecto Tequila.

El impacto en Argentina de los dos primeros episodios mencionados no fue tan dramático en comparación a la devaluación mexicana. Esto puede observarse en el cuadro 10.8. El riesgo país está medido por el diferencial entre los certificados de depósitos a 30 días en pesos y dólares.

**Cuadro 10.8**  
**Impactos sobre Argentina de los choques externos**  
**(cambios porcentuales)**

|  | <b>Devaluación mexicana</b> | <b>Renuncia de Cavallo</b> | <b>Crisis de Asia</b> | <b>Moratoria rusa</b> |
|--|-----------------------------|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>Aumento de la dolarización</b>          | 7,1                         | 2,7                        | 2,9                   | 3,3                   |
| <b>Pérdida de reservas</b>                 | -35,6                       | -9,8                       | -4,9                  | -5,4                  |
| <b>Depósitos totales</b>                   | -20,4                       | -1,6                       | 3,3                   | 1,8                   |
| <b>Acciones (Bolsa)</b>                    | -45,7                       | -18,2                      | -33,2                 | -37,6                 |
| <b>Deuda externa (millones de dólares)</b> | 1.623                       | 156                        | 405                   | 884                   |
| <b>Riesgo país</b>                         | 1.244                       | 207                        | 308                   | 279                   |

Fuente: Wise (2000b: 104).

Los principales efectos de los episodios de Asia Oriental y Rusia fueron la elevación de las tasas de interés y la caída del precio de los activos, pero no se observó una significativa salida de capitales; es decir, Argentina resistió los embates externos sin alterar el régimen de convertibilidad. Las razones estuvieron en tres conjuntos de políticas adoptadas a raíz del Efecto Tequila: los avances en la reforma fiscal, el fortalecimiento del sistema bancario y la estructura de amortización de la deuda externa. Argentina fue el primer país emergente en retornar al mercado internacional de capitales luego de los problemas de Asia y Rusia, lo que elevó la credibilidad del plan de convertibilidad.

En 1998, Argentina creció 3,6%, el déficit fiscal fue de -2,1% (menor que el promedio de América Latina) y la deuda externa pública de corto plazo fue solo de 3% del PBI (véase cuadro 10.6). En la medida que las crisis asiática y rusa se ubicaron en el terreno financiero, el elemento crucial para afrontar con éxito las mismas fue el **fortalecimiento de la regulación y supervisión bancaria**. Los depositantes mantuvieron la confian-

za en el sistema. El ingreso de bancos extranjeros (que llevó a un fortalecimiento del sistema financiero), las fusiones y adquisiciones previas y los altos requerimientos de capital convirtieron al sector bancario en menos vulnerable ante turbulencias externas. Por ejemplo, el número de instituciones financieras se redujo de 205 en diciembre de 1995 a 132 en junio de 1998, la concentración de los depósitos de las 20 instituciones financieras más grandes aumentó de 64% a 80% en el mismo período y la participación de la banca extranjera se incrementó de 16% en 1994 a 41% en 1998 (Kiguel 1998).

En el caso de la devaluación de Brasil, el problema fue más complejo y desde ese momento se iniciaron una serie de estudios para transitar del esquema de convertibilidad hacia la dolarización oficial de la economía<sup>17</sup>. A diferencia de los casos de Asia Oriental y Rusia, **el impacto de la crisis de Brasil se produjo en el sector real de la economía, debido a los lazos comerciales entre ambos países** (véase cuadro 10.7).

Al devaluarse el real brasileño en enero de 1999, Argentina —que mantuvo el tipo de cambio fijo— perdió competitividad con su principal socio comercial. En 1998, del total de las exportaciones argentinas, el 30,06% se dirigió a Brasil, mientras que el 22,46% de las importaciones provino de Brasil. Con estas cifras, la devaluación brasileña afectó al sector transable de Argentina; la brecha externa llegó a 4,4% del PBI en 1999 y la economía experimentó una recesión de -3,4% (véase cuadro 10.6). Esta situación hizo evidente que las políticas fiscales y monetarias contractivas, funcionales al esquema de convertibilidad y útiles en el pasado, ya no eran suficientes (al menos de manera aislada) para revertir la tendencia negativa de 1999. La pregunta central era la siguiente: ¿cómo debían ajustarse los precios relativos bajo un sistema cambiario donde la devaluación estaba prohibida? Es decir, ¿cómo podía ajustarse el tipo de cambio real? La única opción viable, bajo esas circunstancias, era la reducción de costos en el sector empresarial, para compensar la pérdida de competitividad, debido a la devaluación de Brasil. Pero, ¿cómo hacerlo sin afectar las cuentas fiscales?

Desde luego, la devaluación de Brasil aumentó los rumores de un aumento en el tipo de cambio en Argentina, es decir, del abandono del esquema de convertibilidad. De ahí que se produjeran una serie de ataques especulativos al peso argentino. Ante ello, el gobierno de Menem, anunció el 21 de enero de 1999 su intención de transitar hacia un esquema de

17 Véase, por ejemplo, Hanke Steve y Kurt Schuler (1999) y Calvo (1999a).

dolarización oficial de la economía (el tema de la dolarización oficial se desarrolla en el acápite siguiente).

En resumen, la junta de convertibilidad —unida a un conjunto de reformas estructurales que se adhería a los principios del libre mercado— logró abatir la inflación. Sin embargo, ello no impidió vislumbrar las siguientes dificultades:

- El déficit fiscal se mantuvo alto. El financiamiento del mismo provino de la emisión de bonos en los mercados internacionales. Esta situación es sostenible solo si los demandantes de bonos confían en la capacidad de repago del país. La recesión, inducida por las crisis externas (en especial, la de Brasil), aumentó el riesgo país en la medida que la percepción de la posibilidad real de repago de la deuda se deterioró. Por ejemplo, mientras que en 1993, el pago de intereses de la deuda representaba el 7% de la recaudación tributaria, en el año 2000, el porcentaje llegó a 21%.
- La crisis mexicana de 1994 afectó de manera negativa a Argentina por el canal financiero. Esta situación obligó a las autoridades a realizar una profunda reforma financiera. Por ello, Argentina afrontó de mejor manera (con relación a otras economías emergentes) las crisis de Rusia y Asia.
- La crisis de Brasil afectó a Argentina por el canal real, dados los estrechos vínculos comerciales entre ambos países. La recesión resultante redujo la recaudación tributaria y amplió la brecha fiscal. Como el déficit fiscal era financiado con bonos colocados en los mercados internacionales, se cuestionó la capacidad de repago de los mismos. Argentina no podía devaluar por el esquema de convertibilidad.

Así, el temor a una moratoria, llevó a que el Gobierno anunciara el 18 de diciembre de 2000 un programa de blindaje financiero, consistente en un apoyo crediticio de US\$ 39.700 millones, con una alta proporción de los desembolsos en el corto plazo. El objetivo era disipar los rumores de una eventual cesación de pagos. En diciembre de 2000, la deuda pública argentina ascendía a US\$ 128.018 millones, de los cuales US\$ 122.018 millones tenían vencimientos de corto y mediano plazo; de ahí la necesidad del blindaje financiero. No obstante, **esta alternativa financia la brecha fiscal pero no la soluciona**. Inclusive, el blindaje no tuvo los resultados esperados, por lo que los rumores de una moratoria reaparecieron en marzo de 2001.

Ante esta situación se plantearon dos alternativas: por un lado, afrontar el problema fiscal sin abandonar el esquema de convertibilidad; por otro, abandonar la convertibilidad y optar por la dolarización oficial de la economía. El gobierno de Fernando de la Rúa intentó la primera alternativa, para lo cual reemplazó en el cargo de ministro de Finanzas a José Luis Machinea por Ricardo López Murphy; este último anunció un ajuste dracónico del gasto público, lo que precipitó su salida pocos días después del anuncio de las medidas<sup>18</sup>. Su reemplazante fue Domingo Cavallo, quien escogió la segunda alternativa, pero con una variante: el tipo de cambio ya no se fijaría al dólar, sino a una canasta compuesta por el dólar y el euro. Además de ello, realizó un canje de la deuda (bonos viejos por bonos nuevos) por un valor de US\$ 30.000 millones, lo que permitió al país postergar el pago de US\$ 16.039 millones que se vencía en diciembre de 2005.

Desde luego, la apuesta de Cavallo radica en que la reactivación facilitará el pago de la deuda futura. Si bien es verdad que el resultado es incierto, una de las lecciones dejadas por la experiencia argentina con el esquema de convertibilidad es que este es posible, siempre y cuando se enfrenten otras debilidades estructurales. La junta de convertibilidad impide el financiamiento del déficit fiscal vía emisión (que había sido la causa de la hiperinflación argentina de fines de la década de 1980), pero **no evita que se recurra a otra fuente de financiamiento: el mercado internacional de capitales**. Ello puede ser percibido como positivo, pues demuestra la integración financiera de una economía con el exterior; al mismo tiempo puede convertirse en una debilidad, pues eleva la dependencia externa de la economía. De acuerdo con el Banco Central de Argentina, hacia el 2001, la deuda pública externa de corto plazo (menor a cinco años) representa el 50,2% del total de la deuda pública, y el 96,5% de la deuda pública total está expresada en dólares. De ahí el temor de los inversionistas internacionales ante un eventual cese de pagos. Ante ello, Cavallo anunció a mediados de 2001, una serie de recortes en el gasto público para obtener un déficit fiscal cero. Sin embargo, esto no elimina los temores de una moratoria.

18 López Murphy solo duró 16 días en el cargo de ministro de Economía.

## **7. Tercera solución extrema: la dolarización oficial<sup>19</sup>**

### **7.1. Introducción**

Dentro de las propuestas de reforma de la arquitectura financiera internacional (véase capítulo nueve), una de ellas sugiere que las economías emergentes eliminen su moneda nacional y adopten alguna de una nación avanzada. Esta propuesta, denominada dolarización plena u oficial, ha sido planteada por un pequeño pero influyente grupo de economistas, como Kurt Schuler, Steve Hanke, Ricardo Hausmann y Guillermo Calvo. Como sostiene Edwards, “What started as an intellectual, but mostly impractical idea, has recently become a real policy option” (2001: 1). Surgió como una alternativa extrema para lograr credibilidad, crecimiento y prosperidad.

La idea de la **dolarización oficial** o plena de las economías apareció como tema de debate en las economías emergentes el 21 de enero de 1999. En esa fecha, el presidente de Argentina, Carlos Menem, anunció la intención de optar por ella, luego de la serie de ataques especulativos que sufrió el peso argentino como consecuencia de la devaluación del real brasileño en ese mismo mes. De ahí en adelante, dos países de América Latina anunciaron la implementación de un sistema de dolarización oficial: Ecuador, el 9 de enero de 2000, y El Salvador, en noviembre del mismo año. Paralelamente, la alternativa fue debatida en varios países de la región, como Guatemala, Nicaragua y Perú<sup>20</sup>. Desde luego, esta opción tiene defensores y detractores y, debido al poco tiempo transcurrido, es difícil realizar una evaluación comprensiva de los beneficios y costos de la misma. No obstante, se suele usar como punto de referencia a Panamá, país que tiene este régimen desde 1904.

La dolarización oficial representa la respuesta más extrema a la discusión respecto del régimen cambiario óptimo<sup>21</sup>. En la década de 1980, el

19 El término “dolarización” es usado en sentido genérico para referirse al desplazamiento de la moneda local por alguna extranjera y no solo por el dólar.

20 En enero de 2000, se realizó en Paracas (Perú) una reunión organizada por la Universidad del Pacífico y el Instituto Peruano de Economía, cuyo objetivo era analizar la alternativa de la dolarización plena de la economía peruana. Las ponencias pueden ser revisadas en Du Bois y Morón (2000). Otro estudio para el Perú ha sido realizado por Schuldt (1999).

21 En sentido estricto y desde el punto de vista de un país, la dolarización oficial ni siquiera debería considerarse como un régimen cambiario, pues en ese escenario no existe tipo de cambio nominal, dado que solo circula una moneda.



debate sobre el régimen cambiario para los países en desarrollo se centró en el papel de los tipos de cambio dentro de programas de estabilización económica (anclas cambiarias). En la década siguiente, dos características cambiaron los términos de la discusión. En primer lugar, el problema de la inflación había sido solucionado (en América del Sur, las excepciones fueron Ecuador y Venezuela). En segundo lugar, la libre movilidad de capitales y el consecuente incremento en el flujo de los mismos aumentó la severidad de las crisis financieras externas. Como se ha visto, la mayoría de las víctimas de los ataques especulativos mantenía alguna variante de sistemas cambiarios vinculados a alguna moneda fuerte, como el dólar, es decir, regímenes intermedios. Este entorno generó un considerable interés en la posibilidad de dolarizar de manera oficial una economía. Después de todo, si no hay tipo de cambio, entonces no hay opción de ataques especulativos y, por lo tanto, de crisis cambiarias. **Ante la pregunta con respecto del régimen cambiario óptimo, la dolarización oficial responde: ninguno.**

Los defensores de la dolarización sostienen que los tipos de cambio flotantes (primera solución extrema) no son viables, pues resultan en una alta volatilidad cambiaria o en un sistema de fijación suave (*soft pegs*) de facto, si las autoridades se resisten a los movimientos cambiarios. Este es el escenario del miedo a flotar de Calvo y Reinhart (2000). Por otro lado, los países que implementaron juntas de convertibilidad no han estado inmunes a ataques especulativos. Argentina (véase acápite 6.5) y Hong Kong (octubre de 1997) experimentaron episodios de contagio luego de crisis en otros países, que resultaron en elevadas tasas de interés y recesiones. La única forma de evitar estas situaciones, sostienen los defensores, es a través de la dolarización plena u oficial de la economía. Sin embargo, para centrar el análisis cabrían dos consideraciones: en primer lugar, no existen experiencias históricas al respecto, salvo Panamá que —como se verá más adelante— optó por esta alternativa en un contexto distinto del actual; en segundo lugar, es complicado revertir el proceso, por lo que el análisis requiere de un horizonte temporal mayor que el usual para evaluar las políticas cambiarias y monetarias<sup>22</sup>.

22 El único país que revirtió el régimen de dolarización oficial fue Liberia en la década de 1980, cuando el gobierno del presidente Samuel Doe decidió emitir moneda local, como una manera de evitar las restricciones impuestas al sector público por la dolarización oficial.

## 7.2. Aspectos conceptuales

El estudio de la dolarización oficial debe iniciarse con la aclaración de una serie de expresiones. Por ejemplo, cuando se sostiene que el Perú es una economía dolarizada, no significa que el país tenga como régimen cambiario la dolarización oficial, sino que los agentes económicos (individuos, instituciones financieras, etc.) optan por mantener parte de su riqueza en dólares por considerarlo más seguro, pero realizan un buen número de transacciones en moneda nacional (soles); de esta forma, en el Perú coexisten dos monedas. De ahí que se aluda a distintas **modalidades de dolarización**, que podrían sintetizarse del siguiente modo:

### 7.2.1 Dolarización extraoficial o espontánea

Ocurre cuando los agentes económicos mantienen una parte de su riqueza financiera en activos extranjeros, aun cuando la moneda extranjera no sea de curso legal. Aquí cabe una digresión. Por **curso legal** se entiende una situación en la cual una moneda es aceptada como pago para todas las deudas, a menos que las partes contratantes hayan especificado el pago en otra moneda. No es igual a **curso forzoso**, pues en este escenario los agentes económicos deben aceptar una moneda en pago, aun cuando preferirían especificar otra. **La dolarización extraoficial se refiere a ambos casos, es decir, cuando mantener moneda extranjera es legal o ilegal**<sup>23</sup>. Así, puede incluir mantener activos extranjeros como los siguientes: bonos extranjeros en el exterior, depósitos en moneda extranjera en el exterior, depósitos en moneda extranjera en el sistema bancario doméstico y billetes extranjeros en las manos de los agentes económicos. **El caso peruano es ejemplo de una dolarización extraoficial.**

**¿Por qué ocurre la dolarización extraoficial?** Por lo general, se trata de un proceso asociado a países con tradición inflacionaria. El dinero cumple tres funciones: reserva de valor (ahorro), unidad de cuenta y medio de cambio. Cuando existe inflación, la moneda doméstica pierde valor, por lo que los agentes económicos la reemplazan por otra que no sufra ese deterioro. Esta primera etapa se denomina **sustitución de activos**.

23 En algunos países es legal mantener cierto tipo de activos extranjeros, como cuentas en dólares en un banco local, pero es ilegal en otros casos, como cuentas bancarias en el extranjero.

En la medida que la inflación aumenta, se transita a una segunda etapa en la cual los precios de los bienes y servicios considerados caros se expresan en dólares, aunque en el momento de la compra de los mismos, la transacción pueda liquidarse en dólares o en moneda nacional al tipo de cambio de ese momento. Paralelamente, los agentes económicos aumentan su tenencia de dólares. Los sueldos, impuestos, cuentas eléctricas y gastos diarios se pagan en moneda local, pero los bienes y servicios más caros, en dólares. Esta etapa se denomina **sustitución monetaria**. Como puede notarse, de manera gradual, la moneda extranjera desplaza a la doméstica.

En una tercera etapa, los agentes económicos piensan en dólares y los precios en moneda local se vinculan con la evolución del tipo de cambio. En el fondo, se trata de una pérdida de confianza en la moneda nacional debido a la inflación.

Por lo tanto, **la dolarización extraoficial es una consecuencia de errores anteriores en la política económica y no una iniciativa de política económica**. En ese sentido, no requiere de autorización de los Estados Unidos, sino que es una respuesta de los consumidores ante la inestabilidad monetaria. Inclusive pueden existir países con inflación baja (como el Perú desde los últimos años de la década de 1990) donde aún los agentes económicos prefieren mantener dólares. En última instancia, es el resultado del temor de la gente ante una eventual depreciación y de la historia inflacionaria previa; es decir, es una cuestión de expectativas, así estas no se confirmen en la realidad.

No es simple medir la dolarización extraoficial. De acuerdo con el Joint Economic Committee (1999), la cantidad de dólares que circula en el mundo asciende a US\$ 480 mil millones; de ese total, entre el 55% y 70% está en manos de extranjeros, lo que significa alrededor de US\$ 300 mil millones. Otra forma de medirla es a través de la proporción de depósitos en moneda extranjera mantenida en los sistemas bancarios domésticos. El FMI cataloga como países **altamente dolarizados** a aquellos cuyos depósitos en dólares exceden el 30% de la oferta monetaria. Entre los países de América del Sur que superan ese umbral se encuentran Argentina, Bolivia, Costa Rica, Perú y Uruguay. En el caso peruano, la proporción de crédito doméstico en dólares del sistema bancario aumentó de 50% en 1990 a cerca de 80% en 1998. Por el lado de los depósitos, el porcentaje se ubica en torno al 70% (Quispe 2000).

Hausmann (1999) sugiere una explicación alternativa que contribuye a entender el avance de la dolarización extraoficial. Las economías emergentes son volátiles y susceptibles a atravesar por episodios de crisis, debi-

do a la teoría del **pecado original**. Los agentes económicos domésticos (empresas, gobierno, etc.) no pueden endeudarse con el exterior en moneda nacional, ni tampoco en el interior a largo plazo. Por ejemplo, en el Perú no es posible solicitar un préstamo externo en soles y, si se solicita un préstamo en soles en el sistema bancario doméstico, este solo puede obtenerse a corto plazo. En consecuencia, si se desea invertir en el país quedan dos opciones: endeudarse en dólares o endeudarse en moneda nacional, pero a corto plazo. Si una empresa se endeuda en dólares para implementar un proyecto de inversión de largo plazo, que genera soles, una devaluación la puede conducir a la quiebra. Expresado de otra manera, los inversionistas enfrentarían un descalce de monedas, pues se endeudan en dólares pero ponen en marcha proyectos que generan soles. Si opta por la segunda alternativa, una crisis de liquidez haría imposible que renueve sus préstamos. El problema está en que una inversión de largo plazo se financia con recursos de corto plazo, por lo que aparece un **descalce en los períodos de maduración**.

Bajo cualquiera de los dos escenarios descritos, la economía mostraría una fragilidad financiera. El sistema es vulnerable a una devaluación o a una repentina reducción de la liquidez. Ante ello, como mecanismo de protección, las empresas optan por comprar dólares y operar en esa moneda. Esta decisión presiona el tipo de cambio y genera una dinámica que puede terminar en un colapso cambiario. De ahí que Hausmann sea uno de los defensores de la dolarización oficial.

### *7.2.2. Dolarización oficial o plena*

La dolarización oficial es un arreglo monetario mediante el cual un país importa la moneda de otro. De esta manera, **el dólar se convierte en la moneda de curso legal y se elimina la moneda nacional**. Si existe moneda nacional, esta asume un papel secundario y se emite en la forma de moneda fraccionaria de poco valor. Como consecuencia, **no existe un tipo de cambio nominal** y, por ende, se elimina la posibilidad de una crisis cambiaria. Si bien existe una serie de aspectos técnicos que se discute más adelante, **la decisión de dolarizar es política e involucra a todos los miembros de la sociedad**. Todo cambio de régimen involucra ganadores y perdedores, por lo que la decisión no puede tomarse solo sobre la base de aspectos técnicos. De ahí la necesidad de una discusión seria, abierta y extensa del tema, pues se requiere de un consenso político mínimo para implementar la dolarización oficial.

En la actualidad existen 30 países que tienen este sistema. De ellos, 15 son territorios que no son independientes y usan de manera oficial la moneda del país del cual son parte. Los otros 15 son independientes y destacan Panamá, Ecuador y El Salvador. El resto son pequeños con relación a la economía mundial. A continuación se presenta la lista de países, entre paréntesis aparece la moneda que usan y el año en el cual decidieron optar por esta alternativa (Bogetic 1999):

- **Países independientes:** Andorra (franco francés y peseta española, 1278), Chipre Norte (lira turca, 1974), Ciudad del Vaticano (lira italiana, 1929), Ecuador (dólar de Estados Unidos, 2000), El Salvador (dólar de Estados Unidos, 2001), Islas Marshall (dólar de Estados Unidos, 1944), Kiribati (dólar australiano, 1943), Liechtenstein (franco suizo, 1921), Micronesia (dólar de Estados Unidos, 1944), Mónaco (franco francés, 1865), Nauru (dólar australiano, 1914), Palau (dólar de Estados Unidos, 1944), Panamá (dólar de Estados Unidos, 1904), San Marino (lira italiana, 1897) y Tuvalu (dólar australiano, 1892).
- **Países no independientes:** Groenlandia (krone de Dinamarca, antes de 1800), Guam (dólar de Estados Unidos, 1898), Isla de Pitcairn (dólar de Estados Unidos, siglo XIX), Isla Cocos (dólar australiano, 1955), Isla Cook (dólar de Nueva Zelanda, 1995), Isla Mariana del Norte (dólar de Estados Unidos, 1944), Islas Norfolk (dólar australiano, antes de 1900), Islas Turcas y Caicos (dólar de Estados Unidos, 1973), Islas Vírgenes Británicas (dólar de Estados Unidos, 1973), Islas Vírgenes de Estados Unidos (dólar de Estados Unidos, 1934), Niue (dólar de Nueva Zelanda, 1901), Puerto Rico (dólar de Estados Unidos, 1899), Samoa Americana (dólar de Estados Unidos, 1899), Santa Helena (libra británica, 1834) y Tokelau (dólar de Nueva Zelanda, 1926).

De la lista presentada, a excepción de Panamá, Ecuador y El Salvador, los países tienen una población menor que 200.000 habitantes. Como Ecuador y El Salvador han adoptado la dolarización oficial en el 2000 y 2001, la única experiencia significativa podría ser Panamá. Desde el punto de vista conceptual, un país que adopta como régimen cambiario la dolarización oficial presenta las siguientes características:

- a. Es parte de una zona unificada de moneda con el país cuya moneda usa, llamado país emisor. Renuncia a una política monetaria indepen-

diente e importa la política monetaria del país emisor. En la medida que se trata de una unión monetaria, el arbitraje tiende a mantener los precios de los bienes similares dentro de un rango estrecho. Si un bien cuesta US\$ 1000 dólares en el país emisor, no puede costar más en el país dolarizado, pues si así fuera, los agentes económicos del país dolarizado optarían por comprar en forma directa el bien en el país emisor. Por eso, **las tasas de inflación tienden a ser similares en ambos países.**

- b. El razonamiento anterior se aplica para las tasas de interés, que también tienden a ser iguales, salvo por el riesgo país.
- c. La oferta monetaria se determina de modo automático por la balanza de pagos. El país emisor determina la base monetaria (billetes y monedas en circulación más reservas bancarias), que pasa a manos de individuos en ambos países, en función de sus preferencias. Si los agentes económicos desean mantener más dólares, entonces tienen que gastar menos. Esto no significa que la balanza en cuenta corriente del país dolarizado determine de una forma rígida la oferta de dinero, pues los individuos pueden gastar más a través de transacciones en la cuenta de capitales. Un país dolarizado puede haber exportado bienes y servicios por un valor de US\$ 5.000 millones, pero puede haber importado del resto del mundo por un valor de US\$ 6.000 millones; en ese escenario tendrá una brecha externa de US\$ 1.000 millones. Esto no quiere decir que la oferta de dinero deba reducirse en ese monto, pues los ingresos de capitales pueden cubrir la diferencia. Así, **la parte de abajo de la balanza de pagos (cuenta de capitales) financia la parte de arriba (cuenta corriente), lo que produce un aumento de la oferta monetaria y no una contracción.**
- d. El país dolarizado debe mantener una **integración financiera** con el país emisor. Para lograrlo, debe permitir una amplia libertad de acción a las instituciones financieras, sin ningún tipo de discriminación contra las instituciones extranjeras. Estas últimas pueden establecer agencias, aceptar depósitos y hacer préstamos y mover fondos con libertad dentro y fuera del país. Esto posibilita que el país dolarizado acceda a fondos líquidos del mercado internacional de capitales.

### 7.3. Costos y beneficios del país dolarizado

Los costos más relevantes que enfrenta un país con dolarización oficial son los siguientes:

- a. **Pérdida del señoreaje.** El señoreaje se define como la diferencia entre el costo de poner el dinero en circulación y el valor de los bienes que el dinero puede comprar. Supongamos que emitir un billete de 100 soles cuesta un sol. Entonces el señoreaje será 99 soles, que representa una especie de ganancia para el país que emite la moneda. Como el país dolarizado no emite dólares, pierde el señoreaje. Para reducir esta pérdida, es posible que exista un tratado entre el país emisor y el dolarizado para compartir el señoreaje. Aquí la discusión gira en torno de la disposición de los Estados Unidos a hacerlo. De esta forma, el señoreaje es el ingreso fiscal que recibe un país por imprimir dinero. En el caso de Argentina, en 1999 circulaban 15 mil millones de pesos, equivalentes a 15 mil millones de dólares en reservas<sup>24</sup>. El punto clave está en que el banco central mantiene las reservas depositadas en bancos extranjeros, por lo que obtiene un interés. Si se asume un interés de 5%, entonces el señoreaje que se perdería en el caso de una dolarización oficial ascendería a US\$ 750 millones de dólares anuales. Esta cifra equivale al 0,5% del PBI o al 20% del presupuesto destinado a educación (Gavín 1999).
- b. **Al no existir un banco central local, se pierde la posibilidad de un prestamista de última instancia.** El tema puede plantearse en términos de la pregunta siguiente: ¿cómo puede el país dolarizado acceder a fondos si desea rescatar a un banco que atraviesa por dificultades temporales de liquidez? La alternativa es establecer una línea de crédito contingente, sea con los organismos multilaterales o con los bancos extranjeros que operan en el país dolarizado.
- c. **Pérdida de la política monetaria.** Si el país emisor opta por una política monetaria contractiva, puede ser que al mismo tiempo el país dolarizado requiera de una política monetaria expansiva si atraviesa por un período recesivo. En esas circunstancias, el país dolarizado no puede devaluar (no existe tipo de cambio nominal), ni tampoco ampliar la oferta monetaria, pues no emite moneda nacional.
- d. **No necesariamente reduce el riesgo país, aunque sí el riesgo cambiario.**
- e. **Costos políticos.** La moneda doméstica es un símbolo de la identidad nacional. Aquí cabe remarcar que los países independientes que

24 La información ha sido obtenida de Gavín (1999), quien interpreta al señoreaje como la pérdida de los intereses que generan las reservas depositadas en bancos extranjeros.

estudian la posibilidad de dolarizar, lo hacen porque buscan un arreglo monetario eficiente, pero no con la idea de convertirse en anexos de países más avanzados.

Por el lado de los beneficios, destacan los siguientes:

- a. Como no hay un tipo de cambio nominal, **no existe la posibilidad de devaluar**. Por lo que no puede ocurrir una abrupta salida de capitales como consecuencia de los temores de una devaluación futura. La eliminación del riesgo cambiario genera un movimiento de capitales más estable, es decir, brinda más confianza a los inversionistas extranjeros (Berg y Borensztein 2000a).
- b. **Disminución de los costos de transacción**, que son los costos de intercambiar una moneda por otra. La dolarización oficial elimina estos costos.
- c. **Inflación baja**. Como se ha visto, el país dolarizado asegura una inflación cercana a la del país emisor.
- d. **Tasas de interés bajas**.
- e. **Elimina la posibilidad de una crisis cambiaria y estimula la disciplina fiscal**. Si el país dolarizado tiene un déficit fiscal, este puede ser financiado solo a través de impuestos o endeudamiento externo, pero no a través de la emisión monetaria.

Cabe remarcar que **la dolarización oficial no es igual a una junta de convertibilidad**. En todo caso, es un escalón más. La principal desventaja de la junta de convertibilidad con respecto a la dolarización oficial es que la primera **no elimina la posibilidad de devaluar** (Mishkin y Savastano 2000). Los ataques especulativos a Argentina (desde 1999) y Hong Kong (1997) fueron una prueba de ello, lo que se reflejó en aumentos en las tasas de interés. La dolarización oficial elimina este componente de riesgo, por lo que se reducen las tasas de interés. Otra diferencia es que bajo una junta de convertibilidad, el país no pierde los ingresos por señoreaje, mientras que estos desaparecen en el caso de la dolarización oficial.

Si bien la afirmación anterior es aceptable, **¿cuál es el punto de vista del inversionista, es decir, del mercado?** Rojas Suárez (1999) sostiene que la dolarización oficial debe ser el último paso en el proceso de integración financiera mundial, pero en el largo plazo. La dolarización oficial aparece como una opción para eliminar la posibilidad de un colapso cambiario, pero existe un énfasis excesivo en el tema del tipo de cambio



como solución a los problemas de los países. En términos teóricos, al no existir riesgo cambiario, las tasas de interés deben reducirse, como sostienen Mishkin y Savastano (2000). Sin embargo, desde la percepción del inversionista, el problema **no solo está en el riesgo cambiario, sino en el riesgo de no pago**. “The current proposal calling for quick dollarization as the means to help Latin American countries deal with highly volatile international capital flows, suffers from several fundamental deficiencies, the most important is that fully ignores the main risk facing countries in the region, the so called country or default risk” Rojas Suárez (1999: 1).

El riesgo país está más relacionado con los fundamentos de la economía que con el régimen cambiario adoptado. Esto explicaría las dificultades de Argentina y Ecuador a partir de 1999, ambos con sistemas cambiarios distintos<sup>25</sup>.

La globalización de los mercados financieros incrementó el acceso a financiamiento externo en el mercado internacional de bonos (véase capítulo ocho). En contraste con el endeudamiento con la banca privada internacional, donde es posible concertar mecanismos de acuerdo, los tenedores de bonos son fragmentados y dispersos; de ahí que cualquier cambio en la política económica o incertidumbres en el campo político alteren la percepción del inversionista con respecto a la capacidad del país de servir su deuda. Esto impacta de manera inmediata en el diferencial del rendimiento de un bono emitido por un país y uno comparable del Tesoro de Estados Unidos, es decir, eleva el riesgo país. El diferencial está expresado en dólares, por lo que no afronta el problema del riesgo cambiario. Como se ha visto en el capítulo ocho, a mayor diferencial, mayor riesgo país y, por lo tanto, aumentan los costos de endeudamiento, vía una tasa de interés mayor. El aumento en la tasa de interés se traslada a la economía doméstica, a través de una elevación de la tasa de interés interna. En consecuencia, **la dolarización oficial no previene el deterioro del riesgo país, pues el riesgo cambiario solo es un elemento del mismo**. De esta manera no elimina el riesgo de una crisis externa, pues los inversionistas podrían decidir retirar sus fondos del país dolarizado por problemas en la situación fiscal, fragilidades en el sistema bancario, etc. En otras palabras, la dolarización elimina la vulnerabilidad del sistema bancario ante el riesgo de una depreciación cambiaria, pero no por ello desaparecen todas las causas que pueden provocar crisis bancarias.

25 En ese año, Ecuador mantenía un régimen cambiario de bandas (hasta febrero), mientras que Argentina tenía una junta de convertibilidad.

#### 7.4. Precondiciones para la dolarización: ¿candidatos a la dolarización oficial?

Luego de haber considerado los costos y beneficios de la dolarización surge la pregunta siguiente: ¿qué características debe tener un país para ser un candidato a dolarizar, bajo el supuesto de que sea una decisión voluntaria del país?

Existen dos tipos de consideraciones: las económicas y las políticas. Por el lado de las consideraciones económicas, en primer lugar está una historia de pobre desempeño monetario que deteriora la credibilidad de la moneda (Joint Economic Committee 1999). La ausencia de disciplina monetaria se refleja en altas tasas inflacionarias, elevadas tasas de interés y bajo crecimiento económico. En segundo lugar, en países que muestran un grado extendido de dolarización extraoficial, la pérdida de señoreaje —en caso de dolarizar— será pequeña. Por lo tanto, **los principales atractivos de la dolarización son la falta de credibilidad previa, la dolarización extraoficial y el alto grado de dolarización de los pasivos**, que Calvo (2000) denomina *liability dollarization*.

Entre las consideraciones políticas, destaca que los habitantes de un país consideran la moneda como símbolo de la identidad nacional; en dicho sentido, la dolarización puede verse como una reducción de la soberanía nacional. Sin embargo, este argumento mezcla consideraciones políticas con económicas. La soberanía nacional se entiende como la capacidad de un gobierno de tener libertad de acción en su política externa y en otros temas internacionales, sin ser sujeto de coerción por otros países (Hanke y Schuler 1999); este concepto es distinto al de la soberanía del consumidor, manifestada en su libertad de elegir. Si este prefiere mantener más dólares y menos moneda nacional, entonces la dolarización oficial refuerza la decisión soberana del consumidor. Además, el avance de la globalización produce un cambio en las reglas de la política monetaria, al reducir el énfasis en la soberanía nacional y aumentarlo en la integración regional.

En lo relativo a las **precondiciones para dolarizar** existen dos posiciones. Algunos investigadores, como Schuler (2000), sostienen que la dolarización no es un sustituto de políticas sólidas, pero tiende a forzar la implementación de las mismas. Por esa razón, Schuler arguye que no existen precondiciones para la dolarización. La posición contraria sostiene que sí existen prerequisites, como **un alto nivel de reservas en dólares, un sistema bancario solvente, finanzas públicas sanas y salarios flexibles**. Ante ello, el Joint Economic Committee (1999) sostiene que si un

país ya tiene esas características se debe a una política monetaria adecuada, por lo que la dolarización no sería atractiva<sup>26</sup>.

Aun así, Schuler sostiene que no es necesario reformar el sistema bancario como un paso previo antes de dolarizar. Si bien admite que es mejor que el sistema bancario sea sólido, la dolarización no empeora la situación, sino que la mejora. La razón estriba en que si el sistema bancario presenta pérdidas, la autoridad monetaria no será capaz de cambiar dichas pérdidas. La dolarización ayudaría a solucionar el problema del descalce de monedas del sistema bancario (endeudarse en dólares y prestar en moneda nacional) y forzaría al gobierno a comprometerse con el problema en lugar de esperar. Además sostiene que la dolarización impide que el banco central imprima dinero para rescatar a los bancos; coloca como ejemplo a Argentina, país que ante el Efecto Tequila, se vio obligado a reformar el sistema bancario, lo que le permitió enfrentar de mejor manera las crisis posteriores (véase acápite 6.5). En lo que respecta a las finanzas públicas, tampoco sería un requisito previo un saneamiento de las mismas. Cuando un país atraviesa por un período inflacionario, disminuye el valor real del pago de los impuestos (efecto Olivera-Tanzi). La dolarización incrementa el valor real de la recaudación, por lo que solucionaría el problema de la inflación. Además, obliga al gobierno a solucionar los problemas fiscales estructurales, pues de existir brecha fiscal, esta puede cubrirse solo a través de impuestos o endeudamiento externo, y no mediante la emisión inorgánica.

En lo que se refiere a la flexibilidad del mercado laboral, el tema es complejo. Si los salarios no son flexibles, un sistema monetario estricto genera un mayor crecimiento económico, pero a costa de un mayor desempleo. De ahí, que la dolarización obliga a flexibilizar el mercado laboral.

En consecuencia, Schuler enfoca la dolarización como un esquema monetario que asegura una menor inflación y obliga a acelerar las reformas en otros campos, como el fiscal y el laboral. Sin embargo, un aspecto no abordado es el costo social que genera, al menos en el corto plazo. Este tema no es desdeñable, pues la tensión social puede aumentar y dificultar la implementación de la misma.

Mann (1999) realiza una analogía de la dolarización con una dieta. Si una persona se ata la boca y solo consume líquidos, entonces reducirá de peso; desde esa óptica, será efectiva en el corto plazo; sin embargo, verá mermada su salud. Más aun, una vez que logre el peso deseado, siempre tendrá la tentación de romper sus ataduras e ingerir otros alimentos aparte

26 El reporte del Joint Economic Committee (1999) fue preparado por Kurt Shuler.

de los líquidos. En consecuencia, a menos de que altere sus hábitos de consumo, nunca tendrá certeza de retornar a sus viejos hábitos alimenticios y, por ende, volver a subir de peso. De manera similar, una vez que un país opta por la dolarización plena, un retroceso en la misma no permitirá observar los beneficios de largo plazo, a menos que simultáneamente se adopten reformas institucionales, forzadas por la dolarización misma. Por lo tanto, al igual que es complejo alterar los hábitos alimenticios, también lo es reformar las estructuras institucionales, pero es peor retornar al pasado. En ese sentido, la idea de Mann es similar a la de Schuler.

Rojas Suárez (1999) discrepa de esta posición. Sostiene que ante una crisis bancaria, la única forma de solucionarla es mediante la transferencia de recursos fiscales, y la dolarización no puede hacer nada frente a ello. Por ejemplo, si México hubiera optado por dolarizar en 1995, en medio de una severa crisis financiera (ver capítulo cuatro), se habría producido una corrida bancaria, que fue contenida por la existencia de un seguro de depósitos en pesos. Si se anunciaba la dolarización en ese contexto, la corrida bancaria habría sido una respuesta racional de los agentes económicos, pues en ese entorno saben que los bancos no tienen dólares para cubrir los depósitos.

Estas posiciones llevan a pensar en la actitud del país emisor frente a la decisión de un país de dolarizar. La posición del Tesoro de Estados Unidos es clara al respecto<sup>27</sup>. La dolarización oficial es una decisión voluntaria y soberana de un país, mediante la cual adopta la política monetaria de Estados Unidos, por lo que esta no se altera si un país se dolariza. La Reserva Federal no está obligada a servir como prestamista de última instancia; esto no impide que el país pueda establecer una línea de crédito contingente con la banca internacional, si así lo decide. Esta posición nos lleva al caso de Argentina, país que inició el debate pero no ha dolarizado. Argentina busca un acuerdo formal con el Tesoro de los Estados Unidos y con la Reserva Federal que contemple los siguientes aspectos: compartir el señoreaje, producto del uso del dólar en el país; acceso de los bancos argentinos a la ventanilla de descuento de la Reserva Federal (esto le permitiría acceder a préstamos en caso de problemas); y cooperación en la supervisión de bancos. Sin embargo, como se ha visto en el párrafo precedente, el Gobierno de los Estados Unidos no está dispuesto a ello.

A pesar de lo anterior, Hanke y Schuler (1999) y Calvo (2000) abogan a favor de la dolarización en Argentina. Una de las razones es que los consumidores prefieren el dólar y no el peso; este hecho es denominado

27 Véase Joint Economic Committee (2000).

por Hanke y Schuler como un **test del mercado**. Otro argumento es que Argentina ya tiene un fondo de liquidez de 6,7 mil millones desde 1998, que puede usarse para proveer recursos en caso de dificultades de solvencia (Banco Central de Argentina) y cuenta con un sistema bancario internacionalizado. Tampoco tiene problema de reservas; pues de acuerdo con información del Banco Central de Argentina, el país necesitaría US\$ 15 mil millones para reemplazar la moneda nacional y las reservas líquidas ascienden a US\$ 24 mil millones. Dicho de otro modo, si se hace un análisis costo-beneficio, los beneficios de dolarizar serían mayores que los costos, así Argentina opte por una dolarización unilateral (aunque este no es el caso, pues el país desea un tratado formal con los Estados Unidos). Inclusive Hanke y Schuler proponen un modelo de Constitución Monetaria para Argentina, manifestada en una ley que contenga los siguientes elementos:

- a. El Banco Central deja de emitir pesos. Los pesos en circulación se retiran al tipo de cambio, 1 peso = 1 dólar. El tiempo estimado sería de 30 días.
- b. Los salarios, precios, activos y deudas se convierten de pesos a dólares al tipo de cambio establecido en (a).
- c. Las tasas de interés se mantienen en dólares, sin cambiar los períodos de maduración.
- d. El poder ejecutivo designa un comité de expertos para implementar los cambios necesarios en temas regulatorios.
- e. Los contratos pueden realizarse en otra moneda, siempre y cuando sea aceptada por ambas partes.
- f. Cualquier legislación previa, contraria a la presente, será abolida.
- g. La ley se hace efectiva de manera inmediata.

### **7.5. ¿Cómo se implementa la dolarización si un país ya decidió dolarizar?**

En términos generales existen tres alternativas de dolarización: en primer lugar, la **dolarización unilateral**; en segundo lugar, a través de una **unión monetaria completa** con los Estados Unidos<sup>28</sup>; en tercer lugar, vía un **tratado bilateral** con los Estados Unidos.

28 Un ejemplo de unión monetaria completa es la integración monetaria implementada por 11 países de Europa, que supuso la creación de una nueva moneda

La posibilidad de una unión monetaria completa en América con una moneda común (que podría ser el dólar) no parece ser factible en el corto plazo. En el caso de la integración europea, que puede usarse como punto de referencia, los países tienen una economía similar en tamaño; en contraste, la economía de los Estados Unidos es 10 veces más grande que la de Brasil y 18 veces más grande que la de Argentina o México. Además, el marco alemán (la moneda más fuerte de la zona) no tiene el papel financiero dominante que sí tiene el dólar en América. Antes de la adopción del euro, los países ahorran y se endeudaban en su propia moneda; este no es el caso de América. Por último, los países europeos han estado abiertos y, por lo tanto, subordinaron su política monetaria al logro de la estabilidad del tipo de cambio entre ellos. En contraste, la economía de los Estados Unidos es cerrada y no observa su tipo de cambio como un elemento crucial dentro del diseño de su política monetaria. Por lo tanto, una unión monetaria a la europea no es una opción factible, al menos en el corto plazo.

Según lo anterior, quedan dos opciones: la dolarización unilateral o el establecimiento de un tratado formal con los Estados Unidos. En cualquiera de los dos escenarios, el primer paso consiste en lograr un soporte político mínimo, de modo que se entienda que la dolarización oficial es la mejor estrategia contra regímenes cambiarios alternativos. Como segundo paso, el país debe tener un nivel de reservas suficiente para comprar (retirar) la moneda nacional en circulación; de no cumplirse esta condición, el banco central del país puede convertir sus activos en bonos del Tesoro de los Estados Unidos. Los bonos se venden a la Reserva Federal a cambio de dólares. Con esos dólares, el país compra y, por lo tanto, retira de circulación la moneda nacional.

En tercer lugar, el país debe tener claros cuáles son los costos que asume al dolarizar, es decir, qué es lo que pierde. Como se ha visto, **el país pierde la capacidad de implementar una política monetaria independiente, así como una política cambiaria**. La evidencia empírica para América Latina, no solo muestra el miedo a flotar (Calvo y Reinhart 2000), sino también una alta volatilidad en las tasas de interés. **El país también pierde la capacidad de emitir dinero y, con ello, el señoreaje**. La dolarización unilateral lleva a la pérdida total del señoreaje, que es trasladado al país emisor, es decir, los Estados Unidos. **La alterna-**

(el euro), así como de nuevas instituciones, como el Banco Central Europeo, creado para determinar la política monetaria de la zona común.

**tiva es compartir el señoreaje a través de un acuerdo entre el país emisor y el país que desea dolarizar.**

¿Cómo hacerlo? Una alternativa es que el país emita bonos denominados en dólares equivalentes al valor en dólares de la moneda doméstica en circulación; a cambio, recibe un monto equivalente en dólares. En este caso, el país no requiere usar sus reservas para comprar la moneda nacional, de manera que las reservas existentes generan intereses. Este ingreso sería igual al señoreaje perdido. Además, como el monto en reservas se mantiene constante, podría utilizarse para las funciones de prestamista de última instancia. El problema con este enfoque, que destaca por su simplicidad, es que no considera el señoreaje futuro, originado en el aumento del *stock* del dinero en circulación. Aquí el tema es más complejo, pues el país tendría que monitorear la cantidad de dólares que ingresan al sistema (es decir, el flujo), para luego establecer cómo compartir el señoreaje derivado del mismo.

El Joint Economic Committee (1999) propone una fórmula fija, basada en la idea de que el país dolarizado reciba un porcentaje de los ingresos totales, producto del señoreaje, que obtiene Estados Unidos. El porcentaje sería igual al ratio entre el *stock* original de la moneda doméstica en el país dolarizado y el *stock* total de dólares existentes en el mundo en el momento de la dolarización. Esto significa que el país dolarizado gana o pierde en función de las fluctuaciones de la demanda mundial por dólares.

Una tercera alternativa es que Estados Unidos realice una operación de intercambio (*swap*), de modo que transfiera al país los dólares necesarios para retirar el circulante en moneda nacional. El banco central del país dolarizado no perdería reservas y el Congreso de los Estados Unidos no tendría necesidad de compartir el señoreaje en el futuro. El riesgo de esta opción es que, en el futuro, el país revierta su decisión y reintroduzca la moneda nacional. En ese escenario, la transferencia inicial de dólares sería una especie de donación, que serviría para comprar bienes y servicios de los Estados Unidos. Para evitar esta situación, el acuerdo que define el señoreaje debe especificar que en caso de una reversión, el Gobierno estadounidense tendría el derecho a reclamar un pago equivalente a la transferencia original.

Otra herramienta que pierde el país es **la capacidad de actuar como prestamista de última instancia**. Aquí surgen dos temas. En primer lugar, los bancos centrales solo tienen una capacidad limitada para garantizar la liquidez de los depósitos en moneda nacional. Si abusan de su poder de emitir dinero, generan inflación y presionan sobre el tipo de cambio.

Ecuador en 1999 es un ejemplo (véase el acápite siguiente). En un país dolarizado, la función de prestamista de última instancia está limitada a la capacidad del banco central de movilizar recursos externos, para garantizar la conversión de depósitos en efectivo. Una línea de crédito contingente, un fondo de estabilización o un acuerdo con los bancos extranjeros que operan en el país pueden ser las alternativas. El segundo tema está vinculado con el hecho de que un banco central en una economía dolarizada no puede emitir dinero. En sentido estricto, lo anterior es cierto; pero, como se ha comentado, si el país comparte el señoreaje, mantiene reservas que puede usar en caso de emergencias, de modo que podría conceptualizarse como una especie de capacidad de emitir: no emite, pero sí tiene la capacidad de actuar como prestamista de última instancia. Además, las reservas pueden usarse como un colateral para obtener líneas de crédito contingentes.

En síntesis, se puede concluir que, en primer lugar, **la dolarización no es un sustituto de las políticas sólidas** que todo país debe buscar al margen del régimen cambiario elegido; en segundo lugar, **la alternativa de la dolarización oficial a través de un acuerdo formal con el país emisor es superior a la dolarización unilateral**; en tercer lugar, la dolarización oficial de manera aislada no representa una solución mágica, sino un régimen cambiario que debe ser complementado con reformas estructurales en otros campos, como el financiero, el fiscal, etc. De lo contrario, el remedio puede ser peor que la enfermedad. De no existir políticas sólidas, el flujo de capitales puede revertirse (en la medida que el riesgo país se eleva), al igual que en cualquier crisis externa. La única diferencia es que la crisis no sería cambiaria, sino de liquidez (o de insolvencia), con lo cual el país sufriría una profunda recesión, similar a aquellas ocurridas con otros regímenes cambiarios intermedios.

Edwards (2001) realizó un análisis empírico con el objetivo de comparar el comportamiento de las economías con un régimen de dolarización oficial con otros dos grupos<sup>29</sup>: un conjunto de economías emergentes y avanzadas, para las cuales existe data histórica; y otro compuesto solo por economías emergentes con información estadística disponible. De estos dos grupos, excluyó a aquellas economías con regímenes de fijación dura, de modo que incluyó países con distintos regímenes intermedios. Obtiene tres

29 El estudio se focaliza en el período 1970-1998 y para el caso de países con dolarización oficial. Dadas las limitaciones en la información estadística, se concentra en el caso de Panamá y en 11 países más, aunque en estos casos, la data histórica es escasa y de baja confiabilidad.



resultados: el crecimiento del PBI en las economías dolarizadas ha sido menor con relación a las no dolarizadas; la inflación ha sido menor en los países dolarizados; y no existen diferencias significativas en cuanto al resultado fiscal y a la brecha externa.

A continuación se analizan dos experiencias concretas: la primera de ellas corresponde a Ecuador, país que dolarizó en el año 2000; y la segunda, a Panamá, que dolarizó en 1904 y que ha servido como referente para diversos estudios sobre los efectos de la dolarización. Luego de ello, se revisa la alternativa de dolarizar para el caso peruano.

### *7.5.1. La dolarización oficial en Ecuador (2000)*

En el año 2000, el Gobierno ecuatoriano optó por la dolarización oficial de su economía. En el cuadro 10.9 se presentan algunos indicadores macroeconómicos previos a la decisión. Como puede observarse, en 1999, Ecuador sufrió una contracción del PBI de -7,3%. El aumento en la inflación fue una tendencia ostensible a lo largo de la década, así como el déficit fiscal y la brecha externa. La devaluación del sucre fue de 197% en 1999 y las tasas de interés activas llegaron a 75% en diciembre del mismo año. Por lo tanto, existía una **inestabilidad macroeconómica previa** que elevó el riesgo país, retrajo la inversión e hizo imposible que el país pudiera honrar sus compromisos externos. La deuda pública externa representaba el 100% del PBI y el pago de intereses excedía a un tercio de los ingresos tributarios del Gobierno.

En ese contexto, en el último trimestre de 1999, Ecuador declaró la moratoria del pago de intereses de una parte de su deuda externa, aquella denominada en bonos Brady. Esta decisión revirtió la confianza en el sistema bancario y se produjo una corrida de depósitos, así como una salida de capitales. El desenlace de esta medida produjo una crisis cambiaria y bancaria, incubada por la inestabilidad macroeconómica anterior.

Las cifras presentadas en el cuadro 10.9 son elocuentes. A fines de la década anterior, la situación macroeconómica ecuatoriana era alarmante. La crisis ocurrida a partir de 1998 se debió a tres factores: en primer lugar, **la vulnerabilidad económica**, manifestada en una alta deuda externa (como proporción del PBI), que aumentaba los temores de una cesación de pagos (que ocurrió en 1999), y en una debilidad del sistema bancario. La práctica común fue rescatar a los bancos, en lugar de regularlos de modo que mantengan estándares prudenciales. En 1999, el Banco del Progreso (segundo banco del sistema) afrontó una crisis de liquidez y en marzo del

**Cuadro 10.9**  
**Ecuador: indicadores macroeconómicos**

|  | 1995    | 1996    | 1997    | 1998    | 1999     |
|--|---------|---------|---------|---------|----------|
| <b>Variación PBI</b>                     | 2,3     | 2,0     | 3,4     | 0,4     | -7,3     |
| <b>Inflación</b>                         | 22,8    | 25,5    | 30,7    | 43,4    | 60,7     |
| <b>Desempleo (%)</b>                     | 6,9     | 10,4    | 9,3     | 11,8    | 15,1     |
| <b>Inversión (% del PBI)</b>             | 18,7    | 17,3    | 20,2    | 24,7    | 12,9     |
| <b>Resultado fiscal (% del PBI)</b>      | -2,5    | -3,0    | -2,4    | -5,9    | -7,2     |
| <b>Cuenta corriente (% del PBI)</b>      | -4,1    | -0,7    | -3,6    | -11,0   | 7,1      |
| <b>Tipo de cambio (sucres por dólar)</b> | 2.926,0 | 3.633,8 | 4.437,4 | 6.770,4 | 19.917,1 |

Fuente: Banco Central del Ecuador, [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

mismo año el Gobierno decidió congelar los depósitos (ahorros) por seis meses. Inclusive decretó una semana de feriado bancario con el objetivo de solucionar el problema del Banco del Progreso<sup>30</sup>.

En segundo lugar, Ecuador fue víctima de **tres choques exógenos**: el fenómeno de El Niño (1997) que supuso pérdidas equivalentes al 13% del PBI, en una situación de estrechez fiscal; la reducción en el precio internacional del petróleo (1998), que originó pérdidas para el sector público estimadas en 3,5% del PBI; y la crisis rusa, que restringió las líneas de crédito internacionales al sistema bancario doméstico.

En tercer lugar, hubo fallas en el manejo de la crisis de liquidez y solvencia del sistema bancario. Las políticas expansivas presionaron sobre el tipo de cambio (véase cuadro 10.9) y por ende en la inflación.

En enero de 2000, el sistema bancario se había deteriorado al punto que 16 instituciones financieras (65% del sistema) habían sido intervenidas o cerradas; los índices de morosidad habían llegado al 45% y el salvataje de los bancos se estimó en 20% del PBI. En las circunstancias descritas, se requería de un viraje brusco de la política económica, pues ya no existía credibilidad. El 9 de enero de 2000, el presidente Jamil Mahuad anunció la dolarización oficial de la economía y el dólar se convirtió en la moneda de curso legal. El 22 de enero de ese mismo año hubo un golpe de Estado y asumió el poder el vicepresidente Gustavo Noboa, quien ratificó la

30 El posterior descongelamiento produjo una corrida bancaria y presionó el tipo de cambio. En febrero de 1999, el banco central del Ecuador había abandonado el sistema cambiario de bandas.

dolarización. El marco legal para la misma se introdujo en la Ley de Transformación Económica, aprobada por el Congreso el 13 de enero de 2000. Desde ese día, el banco central convertiría sucres por dólar a una tasa de 25.000 sucres por dólar, que era el tipo de cambio existente en ese momento. La ley contemplaba una limitada emisión de sucres, siempre y cuando estuvieran respaldados por dólares, con el objetivo de facilitar las transacciones menores<sup>31</sup>. Sin embargo, la ley no solo aludía al régimen cambiario, sino también a aspectos como la flexibilización del mercado laboral y el incremento del 100% de los precios de los combustibles, gas de uso doméstico y todos los servicios prestados por el Estado, como la telefonía y la electricidad. Estos aspectos, entre otros, generaron que la inflación del año 2000 se ubicara en torno del 91%, con un modesto crecimiento de 2,3%.

La dolarización oficial de Ecuador sugiere varios comentarios. En primer lugar, las inconsistencias de política económica existían antes de la dolarización, es decir, Ecuador no atravesaba por una situación de estabilidad económica ni financiera. En segundo lugar, y como consecuencia de lo anterior, la dolarización oficial puede entenderse como un choque de credibilidad, cuyo objetivo, en principio, es eliminar la inflación. En tercer lugar, la solución al problema ecuatoriano no solo está en el régimen cambiario, sino en la necesidad de implementar reformas que enfrenten el resto de dificultades, ubicadas en el campo fiscal (excesiva dependencia de los ingresos del petróleo) y financiero. En cuarto lugar, el cambio de régimen se realizó en medio de una considerable tensión social: la pobreza había aumentado de 33% en 1995 a 40% en 1999, mientras que la pobreza extrema se incrementó de 12% a 15% en el mismo período. El subempleo era de 65% de la PEA, el desempleo de 9% y solo el 25% tenía un empleo adecuado.

Por lo tanto, la dolarización oficial no redujo el riesgo país y fue una opción desesperada ante la ausencia total de credibilidad. Más aun, no puede asegurarse un retorno de los capitales por el simple hecho de haber dolarizado. Desde entonces, Ecuador depende del ingreso de capitales para reactivar su economía, pero ello a su vez es consecuencia del avance en las demás reformas.

31 La emisión de sucres continuó hasta mayo de 2001, pues la ley de 1999 contempló un período de transición de 12 meses; a partir de entonces, el dólar se convirtió en la única moneda.

### 7.5.2. La dolarización oficial en Panamá (1904)<sup>32</sup>

#### 7.5.2.1. Dolarización e integración financiera: antecedentes históricos

Panamá representa la economía más grande con un régimen de dolarización oficial para la cual existe información histórica. Los casos de Ecuador y El Salvador son recientes y aún no pueden establecerse afirmaciones concluyentes, por el poco tiempo transcurrido. De ahí que los estudios sobre la dolarización se basen en la experiencia panameña como marco referencial. Aun así, en el concierto mundial, Panamá es una economía pequeña: en 1998 el PBI fue de US\$ 6,9 mil millones (alrededor de ocho veces menor que el PBI del Perú) y tiene una población de tres millones de habitantes, que equivale a la octava parte de la población peruana. El 75% del PBI es producido por el sector servicios.

El sistema monetario panameño tiene las siguientes características (Moreno-Villalaz, 1999):

- a. Se usa el dólar como circulante. El balboa (moneda nacional) es una unidad de cuenta y solo existe en monedas fraccionarias.
- b. Los mercados de capital son libres en el sentido de que no existen restricciones gubernamentales a las transacciones bancarias, tasas de interés y flujos financieros.
- c. Existe una gran cantidad de bancos internacionales.
- d. No hay un banco central.

Este país estableció la dolarización oficial, como régimen cambiario, en 1904, mediante un acuerdo monetario con los Estados Unidos. En ese año, el dólar se declaró moneda de curso legal. La primera pregunta que surge es la siguiente: ¿por qué Panamá optó por este régimen? Las razones son históricas y económicas y pueden resumirse del siguiente modo:

- a. La presencia del dólar en Panamá tiene raíces históricas que datan de su circulación paralela al peso colombiano desde mediados del siglo XIX. El territorio que ocupa Panamá en la actualidad era parte de Colombia, es decir, no era un país independiente. Entre octubre de 1889 y noviembre de 1902 ocurrió en Colombia una guerra civil,

32 El caso panameño ha sido estudiado con amplitud por Juan Luis Moreno-Villalaz. Sus investigaciones pueden encontrarse en la página web [www.sinfo.net/juanluismoreno](http://www.sinfo.net/juanluismoreno).

conocida como la Guerra de los Mil Días; para financiar el esfuerzo bélico, el Gobierno colombiano recurrió a la emisión desmesurada de moneda. Al inicio de la guerra, la moneda en circulación se estimaba en 40 millones de pesos, mientras que en 1903 había alcanzado 900 millones. El tipo de cambio se había depreciado en 18.900% entre 1886 y octubre de 1902 (Chapman 1999). Como consecuencia, Colombia atravesó por un período de hiperinflación y recesión, además de la destrucción que la guerra originó en el istmo. En esas condiciones, Panamá se independizó de Colombia (1904) y en ese mismo año firma un acuerdo monetario con los Estados Unidos, que estableció el dólar como moneda legal. De esta manera, **la dolarización oficial puede entenderse como una respuesta creíble ante la hiperinflación en un contexto político signado por la creación del país**. Por ello la Constitución Política de 1904 incluyó una serie de disposiciones cuyo objetivo era lograr la estabilidad monetaria.

- b. Otro antecedente relevante se relaciona con la estratégica ubicación de Panamá, pues el país era una zona natural de tránsito comercial entre el norte y el sur de América. En marzo de 1904, Estados Unidos, bajo la presidencia de Roosevelt, organizó la tarea de construir un canal interoceánico (el actual Canal de Panamá). Ello suponía llegar a un acuerdo con Panamá en lo referente al sistema monetario, con el objetivo de que existiese paridad entre las monedas nacionales de ambos países. Así, en diciembre de 1904 se estableció un Tratado Monetario entre ambos países, que contemplaba una serie de aspectos, entre los cuales destacan: (a) la definición de la unidad monetaria de Panamá en oro (en términos iguales a los del dólar de los Estados Unidos); (b) la adopción del dólar de los Estados Unidos como moneda de curso legal en equivalencia con la moneda nacional; (c) igualdad de denominaciones y especificaciones con las del dólar para las monedas metálicas emitidas por Panamá; (d) emisión inicial de Panamá para retirar la moneda colombiana en circulación; (e) la adopción de la moneda nacional panameña como moneda de curso legal en la zona del canal.

De esta manera, el convenio monetario estableció el patrón oro en Panamá, la circulación del dólar como moneda de curso legal y de la moneda nacional en la zona del canal y el retiro de la moneda colombiana. En 1971, Estados Unidos abandonó el patrón oro, por lo que el convenio dejó de tener efectos prácticos desde ese año. Sin embar-

go, las disposiciones legales de 1904 se mantienen hasta la actualidad (Chapman 1999); por eso en Panamá circulan el dólar y el balboa, aunque este último solo en unidades fraccionarias.

Desde luego, durante los diez años que duró la construcción del canal, se produjo una gran afluencia de dólares, lo que facilitó la implementación de las bases jurídicas descritas y la prevalencia del dólar sobre el balboa.

- c. En 1948 se estableció la zona libre de Colón, como una zona que facilita el comercio internacional, pues permite las operaciones comerciales libres de impuestos, lo que la convirtió en la segunda más importante del mundo, seguida de Hong Kong.
- d. En 1970, el Gobierno promulgó el Decreto de Gabinete 238 conocido como Ley Bancaria. Esta ley formalizó la presencia de la banca internacional y le permitió realizar tanto operaciones locales como operaciones *offshore*, de acuerdo con los intereses de cada institución financiera. Este decreto marcó el despegue de Panamá como centro financiero de interés mundial. La intervención del Estado en la asignación de recursos se limitaba a solo dos bancos estatales: el Banco Nacional de Panamá (BNP) y la Caja de Ahorros. El BNP es el depositario de los recursos financieros del Gobierno, pero no centraliza las tenencias oficiales de reservas ni tampoco actúa como prestamista de última instancia; en la práctica funciona como un banco comercial. La Caja de Ahorros se dedica a operaciones hipotecarias.

La ley regía la emisión de licencias bancarias, creaba un mecanismo de estabilización de liquidez para auxiliar a bancos en problemas y establecía los procedimientos para la liquidación de bancos insolventes. No incluía temas de adecuación de capital, calificación de cartera y mantenía en pleno derecho las normas del secreto bancario. Más aun, liberaba a cada banco para que determinara las tasas de interés (activas y pasivas) sin intervención de las autoridades. Bajo este entorno, el crédito local quedó conectado con los mercados internacionales<sup>33</sup>. La disponibilidad de crédito dejó de estar determinada por los depósitos locales, pues los bancos podían obtener recursos del extranjero sin restricciones de ningún tipo. En 1975, el 85,7% de los pasivos bancarios eran depósitos externos (Chapman 1999).

33 De acuerdo con el FMI, al año 2000, existían 80 bancos, de los cuales solo dos eran públicos: el BNP y la Caja de Ahorros. La mayoría son bancos extranjeros y sucursales de los mismos.

Como no existe un banco central, podría pensarse que no hay margen de acción para operaciones relacionadas con las de un prestamista de última instancia. Sin embargo, es conveniente distinguir entre la nacionalidad del banco y la extensión de la integración financiera. Las sucursales de los bancos internacionales, que ascendían a 20 en 1998, son agencias de sus casas matrices; por lo tanto, tienen vigentes líneas de redescuentos que actúan como préstamos de contingencia de rápida utilización. Esta situación es distinta a la de los bancos nacionales, pues estos no tienen una casa matriz en el exterior. En la década de 1990, tres bancos fueron declarados insolventes y, como no existe un seguro de depósito, su cierre representó una pérdida para depositantes y accionistas. De esta manera, los bancos nacionales dependen de su juicio individual para mantener la liquidez necesaria y evitar corridas de depósitos. De ahí que la presencia de bancos internacionales de gran tamaño sea indispensable para mantener y perfeccionar la integración financiera del país. La banca extranjera ha funcionado como prestamista de última instancia, al mantener su cartera doméstica a pesar de la pérdida de depósitos; para ello ha utilizado recursos de sus casas matrices (Moreno-Villalaz 1999, Chapman 1999).

Los cuatro antecedentes históricos descritos demuestran que la dolarización surgió como una consecuencia natural de la influencia internacional en Panamá, así como de la hiperinflación previa a 1904, cuando el país era parte Colombia. En paralelo, el establecimiento de la zona libre de Colón y la importancia del país como centro financiero mundial (desde 1970) configuran un escenario dentro del cual **la dolarización coexiste con un alto grado de integración financiera con el resto del mundo.**

#### 7.5.2.2. El comportamiento macroeconómico de Panamá

El logro más saltante de Panamá está relacionado con el comportamiento de la inflación, aspecto común a cualquier país que opta por un régimen de fijación dura (el caso de Argentina desde 1991 es un ejemplo). Entre 1955 y 1998, la inflación promedio anual fue de 2,4%. En adición a lo anterior, en las últimas cuatro décadas, Panamá ha logrado una tasa de crecimiento respetable: entre 1958 y 1998 el crecimiento promedio anual del PBI real fue de 5,3%.

Los defensores de la dolarización, como Moreno-Villalaz destacan además otros aspectos, como las bajas tasas de interés, la mayor resistencia a las crisis externas, el menor riesgo país, etc. Sin embargo, cabría pregun-

tarse lo siguiente: todos estos logros, ¿se deben a la dolarización o a otros factores, como por ejemplo, la integración financiera? No es fácil responder a esta pregunta, pero pueden rastrearse algunas respuestas tentativas a partir del análisis de ciertos aspectos que se esconden detrás de los innegables éxitos:

- a. En primer lugar, aparece un hecho común a las demás naciones latinoamericanas: **el problema fiscal**. Como se ha visto, un esquema de dolarización oficial anula la posibilidad de emisión, por lo que el financiamiento del déficit fiscal proviene del endeudamiento externo. La brecha fiscal aumentó de 2% del PBI en la década de 1960 a 7% en la siguiente y a 5% en la década de 1980. El financiamiento inicial provino de fuentes privadas externas, pero cuando la deuda externa alcanzó niveles altos, el FMI se convirtió en el principal prestamista (el primero de los préstamos del FMI ocurrió en 1965). Entre 1973 y 2000, Panamá firmó 17 programas con el FMI, el mayor número de programas establecidos por el FMI y cualquier otra nación latinoamericana (Mishkin y Savastano 2000). La deuda externa pública, como proporción del PBI, ha fluctuado en torno de 60% del mismo<sup>34</sup>. Esta adicción al FMI plantea varias interrogantes: por un lado, pone en duda el mecanismo de ajuste automático, que en teoría opera en una economía dolarizada; por otro, la cantidad de programas firmados con el FMI permite conjeturar que el organismo multilateral podría haberse convertido en una especie de prestamista de última instancia. ¿Por qué el FMI mantuvo sus préstamos a Panamá, a pesar de que el país no enfrentaba problemas fiscales? De acuerdo con Edwards, las razones son geopolíticas, como el interés de Estados Unidos de mantener la zona del canal aislada de desórdenes políticos, de ahí que “It is not obvious that the IMF will be so friendly to future dollarizers that do not have Panama’s geopolitical importance” (2001: 14). Por lo tanto, la experiencia panameña sugiere que **la dolarización no asegura, en sí misma, la disciplina fiscal**.
- b. Se presume que la inexistencia de un riesgo cambiario genera mayor credibilidad y, por tanto, reduce el riesgo país. Sin embargo, este riesgo, originado entre otros factores por la abultada deuda pública externa, genera temor al cese de pagos, que en el caso panameño ha sido

34 En 1995 la deuda pública total llegó a representar el 100% del PBI; de ese total, el 75% era deuda pública externa (Goldfajn y Olivares 2000).



cubierto por el FMI. Goldfajn y Olivares (2000) comparan los márgenes de los bonos soberanos entre Argentina y Panamá y encuentran que ambos han seguido una tendencia similar. Esto sugiere que los movimientos de los márgenes pueden ser el reflejo de la percepción de riesgo de América Latina como región, al margen del régimen cambiario. Más aun, si se comparan Panamá y Chile, país que tiene un régimen cambiario flexible, se observa que el margen de los bonos soberanos chilenos ha sido menor que los panameños (Edwards 2000b). Durante 1998, Panamá pagó un margen mayor por sus bonos soberanos con relación a Costa Rica. Por lo tanto, no es posible concluir que la dolarización reduzca el riesgo país; al no hacerlo, tampoco garantiza un acceso automático a los mercados internacionales de capitales.

- c. En tercer lugar, la brecha externa fue de 6,8% del PBI en 1997, 13,8% entre 1998 y 1999 y 10,4% en 2000. El nivel arancelario promedio es de 15%. Bajo un régimen de dolarización oficial, el financiamiento de la misma proviene del ingreso de capitales, registrado en la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Una economía abierta e integrada al mundo como Panamá depende del ingreso de capitales. Cualquier reversión genera una crisis en el país, al margen del régimen cambiario.
- d. Los defensores de la dolarización sostienen que, como consecuencia de la eliminación del riesgo cambiario, se reducen las tasas de interés. En el caso de Panamá, las tasas de interés se encuentran entre las menores de América Latina (Moreno-Villalaz 1999), pero ¿ello se debe a la dolarización? Mishkin y Savastano (2000) sugieren que la respuesta es negativa. Las bajas tasas de interés se deben a la fortaleza y sofisticación del sistema bancario, cuyo origen se remonta a la ley bancaria de 1970. Dicho de otra manera, la orientación internacional del sistema bancario panameño permitió el acceso a fondos del exterior a bajos costos y no la dolarización. No obstante, esta última contribuyó con ello, al aumentar la credibilidad del mantenimiento de bajas tasas de inflación.
- e. En quinto lugar están los problemas sociales. A pesar de que el ingreso per cápita en el año 2000 ascendió a US\$ 3.395, el 37% de la población es pobre y el 19% es pobre extrema. La tasa de desempleo anual fue de 14% entre 1985 y 1998 (Goldfajn y Olivares 2000). Esta situación trasciende el régimen cambiario, pero el mismo no ha resuelto un problema cuyas raíces son estructurales. El crecimiento de la economía no ha sido inclusivo, a pesar de la integración del país

con el resto del mundo. Esto significa que la dolarización debe estar acompañada por políticas que enfrenten otras dificultades del país.

### 7.5.2.3. Panamá frente a las crisis

El objetivo de esta sección es analizar el impacto que tuvieron sobre Panamá la crisis política de fines de la década de 1980 y las diversas crisis externas de la década siguiente.

#### 7.5.2.3.1. La crisis de 1987-89: Noriega frente a los Estados Unidos

Entre 1987 y 1989 se produjeron crecientes tensiones entre Panamá y el Gobierno de los Estados Unidos, lo que derivó en una seria crisis política y económica en Panamá. Las causas de este episodio están vinculadas con el régimen militar del general Manuel Noriega.

En enero de 1988, una corte judicial estadounidense inició un proceso contra Noriega y, en marzo del mismo año, Estados Unidos impuso un conjunto de sanciones económicas contra Panamá. Entre ellas destacaron las siguientes: (a) declarar el territorio panameño fuera del límite para el personal militar ubicado en el área del canal; (b) exigir a las empresas de los Estados Unidos no pagar impuestos al Gobierno; (c) retener pagos al Gobierno panameño provenientes de los Estados Unidos por conceptos de comisiones del canal; (d) congelar los depósitos del Gobierno (es decir, el Banco Nacional de Panamá) en cuentas norteamericanas (Moreno-Villalaz 1999).

Ya en 1987 se habían iniciado una serie de protestas civiles en contra del gobierno militar del general Noriega. La ansiedad de los mercados financieros nacionales se reflejó en un retiro de depósitos del sistema bancario equivalente al 11% del total de depósitos (alrededor de US\$ 300 millones). Paralelamente, el Gobierno dejó de pagar a los bancos comerciales internacionales las cuotas correspondientes a sus compromisos externos, con la idea de realizar una renegociación en la primera mitad de 1988. Por lo tanto, la crisis política sobrevino con una crisis fiscal y generó una crisis bancaria<sup>35</sup>.

35 Las dificultades fiscales fueron previas a la crisis política. Esta última fue la gota que rebalsó el vaso, lo que demostró que la dolarización oficial no había forzado a establecer una disciplina fiscal.

En febrero de 1988, el presidente Eric Delvalle anunció la destitución de Noriega como comandante de las Fuerzas Armadas, como epílogo a la tensión entre el gobierno civil del país y la jefatura militar. Sin embargo, la comandancia militar ocupó la ciudad de Panamá para impedir la movilización de Delvalle, quien fue detenido y quedó preso en su residencia. La reacción de los panameños fue retirar sus ahorros de los bancos, por el temor a una profundización de la crisis política. El 5 de marzo se dispuso que ningún banco establecido en Panamá podía realizar operaciones de ninguna naturaleza, con ninguna persona y por ningún medio (Chapman 1999). Lo único que quedó fuera de congelación fue el efectivo que mantenían los agentes privados.

Como resultado de la crisis, el PBI real disminuyó en 15,6% en 1988 y 0,4% en 1989. La reducción de los ingresos, la ausencia de crédito y la incertidumbre contrajo los niveles de inversión y de consumo privado. La demanda interna cayó en 23,1%, las exportaciones en 6,9% y las importaciones en 42,5% (Moreno-Villalaz 1999).

En esas condiciones, las casas matrices de los bancos internacionales actuaron como prestamistas de última instancia. Esta situación, que ya se había producido en algunos episodios anteriores (1973-75 y 1978-80), demostró la relevancia de la banca internacional como impulsora de la recuperación. De ahí que el alto grado de integración financiera, al margen de la dolarización, haya sido la clave para la recuperación. En consecuencia, la crisis de 1987-89 no fue resultado del régimen monetario, sino de la situación fiscal y la crisis política. Desde luego, es posible sostener la hipótesis de que de no haber existido una gran cantidad de bancos internacionales dispuestos a inyectar recursos y, por tanto, a actuar como prestamistas de última instancia, la salida de la crisis hubiera sido más compleja.

#### 7.5.2.3.2. Las crisis de la década de 1990

Con la finalidad de evaluar la experiencia panameña ante las crisis financieras de los años de la década de 1990, en el cuadro 10.10 se presenta la evolución de algunos indicadores macroeconómicos a partir de 1996. Allí se observan varios aspectos: en primer lugar, al igual que otras economías latinoamericanas (como la peruana), el PBI se desaceleró en 1996, para luego recuperarse en 1997 y atravesar por un nuevo episodio de desaceleración a partir de 1999. En segundo lugar, la inflación se mantuvo más baja que la de los demás países de la región, a excepción de Argentina, que también tiene un régimen de fijación dura (véase acápite 6.5). En ter-

cer lugar, los niveles de inversión privada se ubican en torno de los más altos de América Latina. En cuarto lugar, el nivel de ahorro interno ha tendido a la disminución. En quinto lugar, el menor ahorro privado combinado con una mayor inversión privada resulta en un aumento en la brecha externa (véase la última línea del cuadro 10.10). En términos porcentuales, la brecha externa fue de 6,8% del PBI en 1997, 13,8% en promedio para 1998 y 1999 y 10,4% en 2000. Por último, el déficit fiscal, medido por el resultado fiscal económico, muestra una tendencia hacia el aumento (alcanza un pico en 1998), para luego disminuir.

**Cuadro 10.10**  
**Panamá: indicadores macroeconómicos**

|   | 1996 | 1997 | 1998   | 1999   | 2000     |
|---|------|------|--------|--------|----------|
| <b>Variación en el PBI real (en %)</b>        | 2,8  | 4,5  | 4,4    | 3,0    | 2,3      |
| <b>Inflación</b>                              | 2,3  | -0,5 | 1,4    | 1,5    | 2,0      |
| <b>Inversión privada (% del PBI)</b>          | 26,7 | 26,6 | 26,4   | 27,8   | 26,5     |
| <b>Ahorro privado (% del PBI)</b>             | 22,8 | 21,3 | 17,3   | 15,3   | 17,6     |
| <b>Resultado fiscal primario (% del PBI)</b>  | 3,8  | 3,5  | 1,0    | 2,5    | 3,0      |
| <b>Resultado fiscal económico (% del PBI)</b> | 0,5  | -0,2 | -3,0   | -1,4   | -1,1     |
| <b>Deuda pública externa (% del PBI)</b>      | 62,0 | 57,8 | 58,5   | 58,3   | 57,9     |
| <b>Brecha externa (millones de dólares)</b>   | -302 | -584 | -1.202 | -1.378 | -1.027,8 |

Fuente: Información obtenida de la página web del FMI, [www.imf.org](http://www.imf.org)

En primera instancia, puede concluirse que la dolarización logró mantener una inflación baja, a pesar de la turbulencia externa de fines de la década. Sin embargo, el bajo nivel de ahorro privado con relación a la inversión privada, elevó la brecha externa, que se financia con el ingreso de capitales externos. Parecería que el ingreso de capitales continuó (de lo contrario, la brecha externa no habría aumentado entre 1997 y 1998), lo que podría ser un indicio de la mayor credibilidad de la dolarización oficial y de la integración financiera de Panamá con el resto del mundo. Por otro lado, el incremento de la brecha fiscal solo puede financiarse con mayor endeudamiento; una prueba de ello es que en 1998, el Gobierno de Panamá emitió bonos soberanos por un total de US\$ 300 millones a 10 años; en 1999, realizó la misma operación por US\$ 500 millones a 30 años, y en 2000 por US\$ 350 millones a 10 años<sup>36</sup>.

36 Información recogida de la página web del FMI ([www.imf.org](http://www.imf.org)).

Por lo tanto, el impacto de las crisis externas fue menor, en términos relativos, al resto de economías emergentes. El contagio de la turbulencia financiera internacional puede medirse a través de la evolución de las tasas de interés ofrecidas por el sistema bancario panameño. Goldfajn y Olivares (2000) analizan las diferencias en función de la naturaleza del banco: local o internacional. Las tasas de interés de los bancos locales se mantuvieron altas y estables; pero, como la tasa Libor se incrementó durante la crisis rusa, el margen de las mismas con respecto de la Libor aumentó. Por el lado de la banca extranjera, las tasas de interés sobre los depósitos siguieron a las tasas internacionales, que aumentaron de manera sustancial durante la crisis asiática, pero no durante el episodio ruso.

En síntesis, el efecto de las crisis en Panamá se reflejó en un aumento de las tasas de interés sobre los depósitos en los bancos extranjeros durante la crisis asiática, combinado con una elevación de las tasas de interés de los bancos locales frente a la crisis rusa. El encarecimiento del crédito se reflejó en la declinación de las tasas de crecimiento del PBI en los dos últimos años de la década anterior. Esto muestra que Panamá no fue inmune a la turbulencia financiera internacional.

¿A qué conclusiones se pueden llegar? Primero, no es claro si el comportamiento de la economía se debe a la dolarización oficial o al alto grado de integración financiera del país con el resto del mundo. Segundo, la dolarización —al igual que la junta de convertibilidad— asegura tasas de inflación bajas, inclusive menores que aquellas de los países industrializados. Tercero, la dolarización no es un sustituto de políticas sólidas (Panamá tiene un problema fiscal cuyo correlato ha sido una alta deuda externa pública, facilitada por los continuos acuerdos con el FMI). Cuarto, la labor de prestamista de última instancia ha sido realizada por la banca internacional, dada su proliferación en el sistema bancario local<sup>37</sup>.

37 Este es el sustento que usan otros investigadores, como Schuler, para defender el argumento que no se requiere de un prestamista interno de última instancia, ni un acuerdo formal con los Estados Unidos para implementar la dolarización. Lo que no dicen son dos hechos: por un lado, la integración financiera de Panamá con el resto del mundo facilita la inyección de liquidez por parte de la banca internacional (de no haber existido, ¿cómo y quién habría cumplido esa función?); por otro, Panamá sí tenía un tratado monetario con los Estados Unidos desde 1904, que si bien no establecía de manera formal el establecimiento de un prestamista de última instancia, sentaba las bases para ello. La ley bancaria de 1970 reforzó la percepción anterior, al internacionalizarse el sistema bancario panameño.

## **8. Conclusiones: ¿debe el Perú adoptar un régimen de fijación dura?**

Ningún régimen cambiario está exento de debilidades; cualquiera de ellos presenta ventajas y desventajas. La libre movilidad de capitales, característica de la década de 1990, originó presiones sobre los tipos de cambio fijos pero ajustables y, en última instancia, una serie de crisis cambiarias. Este hecho objetivo puso sobre el tapete la discusión de la elección del régimen cambiario óptimo, es decir, aquel sistema que reduzca la vulnerabilidad de una economía a una crisis cambiaria y que colabore con el logro de flujos de capital estables.

A pesar de que no existen dos economías iguales, la teoría económica convencional sostiene que la elección del régimen cambiario óptimo depende de la naturaleza de las perturbaciones que sufre una economía. En primer lugar, **los países sujetos a perturbaciones externas o internas reales funcionan mejor con tipos de cambio flexibles**; en este caso, el tipo de cambio nominal se ajusta para reasignar los recursos. Por ejemplo, América Latina se caracteriza por enfrentar continuas alteraciones en los términos de intercambio, por lo que la sugerencia sería adoptar regímenes flexibles. En segundo lugar, **cuando las perturbaciones se originan en el terreno monetario, la opción es un régimen cambiario fijo**. Stein (1999) sostiene que esta receta convencional parece no guardar concordancia con la realidad. Bajo un sistema flexible y ante un deterioro de los términos de intercambio (por ejemplo, una caída en el precio internacional de los productos mineros), debería elevarse el tipo de cambio nominal; sin embargo, la depreciación disminuye el valor real de los ahorros en moneda nacional. De ahí, la preferencia de los agentes económicos por mantener activos denominados en moneda extranjera, pues así se evita el riesgo cambiario. Paralelamente, la autoridad monetaria intenta mantener estable el tipo de cambio nominal para neutralizar la corrida hacia el dólar. En consecuencia, la alteración en los términos de intercambio no se materializa en un ajuste cambiario.

Sin embargo, en el caso peruano, los términos de intercambio se redujeron en 13,6% en 1998, 5,6% en 1999 y -0,4% en 2000 (Banco Central de Reserva del Perú, 2001), mientras que la depreciación nominal fue de 15,4%, 11,0% y 1,0% respectivamente (véase cuadro 10.11). En consecuencia, sí ha existido una relación entre el aumento en el tipo de cambio nominal y el deterioro de los términos de intercambio, aspecto consistente con la teoría económica convencional.

Lo cierto es que hacia fines del siglo anterior, el debate se centró en la adopción de regímenes extremos: fijación dura (junta de convertibilidad y dolarización plena) o tipos de cambio flexibles. Los regímenes intermedios (*soft pegs*) han sido interpretados como una de las causas de los ataques especulativos que llevaron al colapso de las monedas de un conjunto de economías emergentes. Si esto es así, **el nuevo régimen cambiario tendría que minimizar la posibilidad de ataques especulativos.**

No obstante, **ningún país tiene un régimen flexible en su aceptación pura.** En todos aquellos que se catalogan como flexibles existe una intervención, en mayor o menor grado, de la autoridad monetaria para estabilizar el tipo de cambio nominal. Por otro lado, en el caso de los países con fijación dura, son innegables los logros en el control de la inflación; sin embargo, como se ha visto, **las juntas de convertibilidad no evitan la posibilidad de un ataque especulativo** (Hong Kong y Argentina son testigos de ello).

En el caso de la dolarización plena, el único país con cierta representatividad en la economía mundial es Panamá. Con respecto a este país, se discute si los resultados macroeconómicos positivos en términos del logro de una inflación baja y crecimiento estable (a excepción del período 1987-89) se deben al régimen cambiario o a la integración financiera del país con el resto del mundo, asunto que tiene relación con aspectos históricos y geopolíticos. Más aun, Panamá y Argentina han tenido problemas fiscales, de ahí que **los regímenes de fijación dura no sean sustitutos de políticas económicas sólidas.** Los casos de Ecuador y El Salvador son recientes, por lo que aún no se cuenta con información estadística suficiente como para extraer conclusiones definitivas. Por eso debe procederse con extrema cautela con respecto a la evaluación de las soluciones extremas.

Estas observaciones se derivan del análisis de cuatro experiencias concretas de países con regímenes de fijación duras: por un lado, Argentina y Bulgaria (juntas de convertibilidad) y por otro, dolarización plena (Ecuador y Panamá). En los períodos previos a la adopción de estos sistemas, los cuatro países atravesaban por un período de inestabilidad monetaria y falta de credibilidad. Por lo tanto, **una primera razón para optar por regímenes de este tipo es el descontrol monetario anterior.**

Esta razón no se cumple en el caso peruano. Durante la década de 1990, la inflación se redujo de 7.650% en 1990 a 3,7% en el año 2000. Ello se logró con un sistema cambiario de flotación administrada, dentro del cual el único objetivo de la autoridad monetaria es la estabilidad de

precios. En consecuencia, los beneficios de un régimen de fijación dura se reducen de manera considerable, pues el país ya tiene inflación baja<sup>38</sup>.

Sin embargo, también es cierto que las fluctuaciones en el tipo de cambio nominal han sido pequeñas; es decir, el tipo de cambio nominal no ha mostrado mayor volatilidad. Esta constatación empírica llevó a definir el caso peruano como uno típico de miedo a flotar (Calvo y Reinhart 2000), aunque ello no fue tan cierto en el período de mayor turbulencia financiera internacional. En 1998 y 1999, la depreciación nominal superó a la inflación, lo que llevó a una elevación del tipo de cambio real, definido como la variación de precios relativos de productos transables a no transables. La depreciación real redujo el costo del ajuste en términos del PBI (Castillo 1999). Paralelamente, la desaceleración de la actividad productiva determinó una menor recaudación tributaria y una ampliación de la brecha fiscal, financiada con recursos de las privatizaciones y fondos externos (véanse cuadros 10.11 y 10.12).

La estabilidad del tipo de cambio nominal en el año 2000, que contrasta con las depreciaciones de 1998 y 1999, se explica por dos razones. En primer lugar, la reducción del volumen de salida de capitales de corto plazo, de US\$ 1.676 millones en 1999 a US\$ 368 en el 2000, que compensó la disminución de los flujos de capitales privados de largo plazo, de US\$ 2.399 millones en 1999 a US\$ 1.199 millones en el 2000. En segundo lugar, al comportamiento de los términos de intercambio, que mostraron una menor reducción en comparación a los años 1998 y 1999. La incertidumbre política del año 2000 originó que el total de inversión directa más préstamos de largo plazo al sector privado, se reduzca de US\$ 2.479 millones en 1999 a US\$ 1.244 millones en el 2000. La tendencia de la inversión directa (sin privatizaciones) es elocuente. Mientras que en 1998 ingresaron US\$ 1.818 millones y en 1999, US\$ 1.980 millones, en el año 2000 el resultado fue solo de US\$ 256 millones (Banco Central de Reserva del Perú, 2001).

Más allá de lo ocurrido entre 1998-99, el miedo a flotar ha sido una característica en el resto de años, incluido el 2000. Esto nos lleva a la segunda razón que podría servir de base para implementar un régimen de fijación dura: la dolarización de los pasivos (*liability dollarization*), aspecto desarrollado por Calvo (1999c) y Hausmann (1999). La idea es la siguiente: los agentes económicos domésticos se endeudan con el sistema banca-

38 Los defensores de los regímenes de fijación dura enfatizan la baja inflación como una de sus principales ventajas.



**Cuadro 10.11**  
**Perú: algunos indicadores macroeconómicos 1998-2000**

|                                   | 1998 | 1999 | 2000 |
|-----------------------------------|------|------|------|
| <b>Depreciación nominal</b>       | 15,4 | 11,0 | 1,0  |
| <b>Inflación interna</b>          | 6,0  | 3,7  | 3,7  |
| <b>Depreciación real</b>          | 2,2  | 0,3  | 1,6  |
| <b>Déficit fiscal (% del PBI)</b> | 0,8  | 3,1  | 3,0  |
| <b>Crecimiento del PBI real</b>   | -0,5 | 0,9  | 3,1  |
| <b>Brecha externa (% del PBI)</b> | 6,4  | 3,7  | 3,0  |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2001).

rio en dólares, pero obtienen la mayoría de sus ingresos en moneda nacional, por lo que cualquier alteración brusca del tipo de cambio nominal puede precipitar una crisis bancaria (la gente necesitaría más soles para comprar dólares y cumplir con sus compromisos con el sistema bancario). Por esa razón, los investigadores mencionados, entre otros, proponen la dolarización plena de la economía. Así no habría riesgo cambiario; en otras palabras, **si el Perú optara por un régimen de fijación dura, sería por esta razón y no por la primera**. En este caso, habría que comparar lo que se ganaría con el cambio de régimen frente a lo que se perdería al abandonar la flotación administrada. El problema es que no existe país alguno que haya optado por un régimen de este tipo, dada la situación anterior.

En el Perú, alrededor del 80% de los depósitos y créditos totales del sistema financiero está expresado en dólares. El sistema de precios también muestra un alto grado de dolarización extraoficial; la mayoría de las transacciones, a partir de cierto monto, se realiza en dólares, como por ejemplo, la compra de bienes de consumo durables, la compra y alquiler de inmuebles, automóviles, etc. La moneda nacional se usa para el pago de impuestos y para transacciones de montos menores. Es decir, **en el Perú existe una dolarización extraoficial y extendida de activos y pasivos**.

Ahora bien, ¿qué ocurriría en el Perú con la dolarización plena? Si bien es cierto que se trata de un ejercicio teórico, podría pensarse en los siguientes hechos. Primero, la supresión del sol eliminaría el riesgo de una devaluación. Segundo, ya no existiría el descalce de monedas, pues los agentes económicos obtendrían sus ingresos en dólares, que es la misma

moneda en la cual están endeudados con el sistema bancario. Tercero, se mantendría la inflación baja. Y, por último, es probable que aumente la integración financiera con el resto del mundo.

Los cuatro puntos anteriores podrían considerarse como beneficios de la dolarización plena. Sin embargo, existen otros aspectos a discutir. En primer lugar, la dolarización plena presume una reducción de las tasas de interés, pues disminuye el riesgo país, dada la eliminación del riesgo cambiario. Sin embargo, el riesgo país no solo está determinado por el régimen cambiario; los aspectos políticos, la situación fiscal y el eventual contagio de otros países pueden elevar el temor a la cesación de pagos, con lo cual este riesgo se elevaría. En el año 2000, los eventos políticos elevaron el riesgo país, lo que se manifestó en un encarecimiento del crédito externo privado al Perú. Esta tendencia se revirtió con la instauración del gobierno de transición.

En segundo lugar, la posición fiscal —que mostró un déficit mayor que 3% del PBI en 1999 y 2000— no se solucionaría de manera automática con la dolarización oficial<sup>39</sup>. La experiencia panameña es ilustrativa al respecto (ver acápite 7.5.2). La reforma del Estado aparece como una necesidad en este tema. Durante la década de 1990, la brecha fiscal no fue financiada con emisión monetaria (esta opción está prohibida por la Ley Orgánica del Banco Central de 1993). En el cuadro 10.12 se presenta la evolución de la brecha fiscal y cómo fue financiada.

El cuadro 10.12 muestra dos períodos. Entre 1992 y 1997 hubo una tendencia hacia la reducción de la brecha fiscal (inclusive en 1997 se logró un superávit); en ese año se produce un punto de inflexión y el déficit fiscal inicia una tendencia hacia el aumento. En cuanto a los mecanismos de financiamiento, se observa que en el primer período predominaron las fuentes externas, mientras que entre 1999 y 2000, el financiamiento interno adquirió mayor importancia relativa.

En el cuadro 10.13, se presenta la evolución de la deuda pública externa entre 1993 y 2000. La reducción de la misma (como porcentaje del PBI), la mayor concentración de la deuda pública con el Club de París y la disminución de la deuda con la banca internacional (luego del Plan Brady)

39 Eichengreen (2000c) analiza si la dolarización acelera el proceso de reformas estructurales, y concluye que aumenta de manera automática la credibilidad monetaria, pero no la credibilidad de otras políticas. Por ejemplo, no crea el consenso social para reducir el gasto público y equilibrar la posición fiscal. Por eso sostiene que la dolarización oficial es una estrategia de alto riesgo.

**Cuadro 10.12**  
**Brecha fiscal y fuentes de financiamiento**  
**(en % del PBI)**

|                                  | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Déficit fiscal</b>            | 3,9  | 3,1  | 2,8  | 3,1  | 1,0  | -0,2 | 0,8  | 3,1  | 3,2  |
| <b>Financiamiento externo</b>    | 3,2  | 3,0  | 2,4  | 2,5  | 0,8  | -0,4 | 0,4  | -0,1 | 1,2  |
| <b>Financiamiento interno</b>    | 0,5  | -0,4 | -4,7 | -1,2 | -3,6 | -0,7 | 0,0  | 2,4  | 1,2  |
| <b>Ingresos de privatización</b> | 0,2  | 0,4  | 5,1  | 1,8  | 3,9  | 0,9  | 0,5  | 0,8  | 0,8  |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2001: 232).

aparecen como los hechos más saltantes. El total y el nivel de reservas están expresados en millones de dólares, mientras que el resto del cuadro, en porcentaje del PBI.

**Cuadro 10.13**  
**Deuda pública externa por fuente financiera**  
**(% del PBI )**

|                            | 1993   | 1994   | 1995   | 1996   | 1997   | 1998   | 1999   | 2000   |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Total</b>               | 22.170 | 23.980 | 25.652 | 25.196 | 18.787 | 19.562 | 19.500 | 19.205 |
| <b>Reservas</b>            | 2.742  | 5.718  | 6.641  | 8.540  | 10.169 | 9.183  | 8.404  | 8.180  |
| <b>Multilaterales</b>      | 8,2    | 7,4    | 7,2    | 6,6    | 7,7    | 8,7    | 10,9   | 10,9   |
| <b>Club de París</b>       | 23,7   | 20,0   | 17,6   | 16,4   | 14,7   | 15,7   | 16,7   | 15,7   |
| <b>Bonos</b>               | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 0,0    | 7,0    | 7,3    | 7,2    | 6,9    |
| <b>Proveedores</b>         | 5,0    | 4,2    | 3,6    | 3,2    | 1,6    | 1,8    | 2,2    | 1,9    |
| <b>Banca internacional</b> | 21,0   | 17,5   | 15,7   | 15,3   | 0,3    | 0,4    | 0,5    | 0,2    |
| <b>América Latina</b>      | 1,8    | 1,2    | 0,9    | 0,7    | 0,4    | 0,3    | 0,2    | 0,2    |
| <b>Europa del Este</b>     | 4,2    | 3,2    | 2,9    | 3,0    | 0,2    | 0,2    | 0,1    | 0,1    |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2001: 231).

Ahora bien, en cuanto al servicio de la deuda pública externa, la proyección se presenta en el cuadro 10.14.

**Cuadro 10.14**  
**Servicio de la deuda pública externa**  
**(en millones de US\$)**

|                  | <b>Amortización</b> | <b>Intereses</b> | <b>Total</b> |
|------------------|---------------------|------------------|--------------|
| <b>2001</b>      | 894                 | 1.107            | 2.001        |
| <b>2002</b>      | 930                 | 1.028            | 1.958        |
| <b>2003</b>      | 1.088               | 973              | 2.061        |
| <b>2004</b>      | 1.163               | 916              | 2.079        |
| <b>2005</b>      | 1.214               | 845              | 2.059        |
| <b>2006</b>      | 1.229               | 779              | 2.008        |
| <b>2001-2006</b> | 1.086               | 941              | 2.027        |
| <b>2007-2013</b> | 1.255               | 505              | 1.760        |
| <b>2014-2020</b> | 461                 | 86               | 547          |

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2001: 72)

En tercer lugar, el país quedaría expuesto a la entrada y salida de capitales. Si bien esta es una realidad independiente del sistema cambiario, la dolarización plena no aseguraría un flujo estable de capitales, pues gran parte del mismo está determinado por la percepción externa (el sentir del mercado) con respecto del país. Una salida de capitales reduciría la oferta monetaria, lo que resultaría en una deflación y/o una recesión. Por eso, una mayor integración financiera parece ser una condición previa a la dolarización.

En síntesis, en el caso peruano, la dolarización oficial no sería una opción ante una inestabilidad monetaria previa. Si bien la inflación se ubica por debajo del 4% anual; el alto grado de dolarización extraoficial podría ser una razón. Sin embargo, en la medida que no se avance en las reformas de segunda generación, la dolarización oficial no va a acelerarlas. Mientras no exista evidencia empírica contundente respecto de una relación positiva entre dolarización oficial y reformas estructurales, es preferible mantener el sistema actual. Por ejemplo, la dolarización oficial, ¿aceleraría la reforma del Estado, de modo que se redujeran los costos empresariales? ¿Existiría consenso para la dolarización oficial? En todo caso, el tema es discutible, pues tampoco puede dejarse de lado que, en el largo plazo, es posible que América Latina opte por el uso de una moneda común.



## ***Conclusiones: las lecciones aprendidas***

La década de 1990 planteó nuevos retos para la economía mundial. El florecimiento de los flujos privados de capital se enmarcó dentro de un contexto internacional dentro del cual el mercado se convirtió en el asignador de recursos. Sin embargo, el funcionamiento del mercado requiere de políticas e instituciones sólidas que lo soporten, tanto en el ámbito nacional como internacional. Las reformas en la supervisión y regulación bancarias, en el Estado y en los sectores sociales, parecen ser condiciones previas para ello. De ahí que la globalización financiera haya estado acompañada de una serie de crisis financieras, con impactos devastadores en el campo social. Las crisis se produjeron cuando los capitales privados alteraron su dirección: de un período caracterizado por un abundante ingreso de los mismos se transitó a uno de escasez. **Mitigar la inestabilidad de los flujos de capitales, dada la libre movilidad de los mismos, es un reto por enfrentar.**

Desde luego toda afirmación normativa es cuestionable y respetable, pues depende del punto de vista de quien la realice. No obstante, esto no impide sostener que uno de los principales desafíos del siglo XXI sea implementar una arquitectura financiera internacional que posibilite un crecimiento sostenido e inclusivo, de modo que aumente el bienestar de la mayoría de habitantes del mundo. La quinta parte de la población mundial es pobre, aunque esta realidad tiene raíces más estructurales. Por ejemplo, en el Perú, en 1970, el 50% de la población era considerada pobre, mientras que hacia el año 2000, el porcentaje se había elevado a 54%. A esto habría que agregarle tres aspectos: en primer lugar, sin crecimiento no es posible la reducción de la pobreza; en segundo lugar, para crecer es necesario invertir; los fondos de inversión provienen del ahorro, por lo que un país con bajo nivel de ahorro interno requiere del ingreso de capitales (ahorro externo) para poder sostener altos niveles de crecimiento; en tercer lugar, la reforma del Estado es clave, de modo que pueda usar de manera eficiente y eficaz los recursos, internos y externos, en el diseño e implementación de

programas de reducción de pobreza. En síntesis, el crecimiento económico es un medio para lograr el desarrollo y no un fin en sí mismo.

Entre 1970 y 1980 los capitales ingresaron al país a través de préstamos que los gobiernos tomaban de la banca privada internacional; ello aumentó la deuda pública externa, pero también permitió cierto crecimiento. En la década siguiente, los flujos se interrumpieron y por ende el crecimiento; apareció así la década perdida. Desde 1990, las reformas estructurales y factores externos posibilitaron el ingreso de capital privado, pero esta vez dirigido, en su mayoría al sector privado, sea en la forma de inversión extranjera directa o a través de préstamos bancarios; con ello, el país volvió a crecer; el ciclo expansivo 1993-95 fue una prueba de ello. Entonces, **existe una relación directa entre el ingreso de capitales y el crecimiento. La diferencia entre las décadas de 1970 y 1990 es que en los primeros el sector público fue el principal receptor, mientras que en los segundos, el sector privado. De ahí que el meollo de las crisis, en principio, se ubique en el funcionamiento del sector privado.**

Esto significa que países con un bajo nivel de ahorro interno no pueden prescindir del ingreso de capitales; por lo tanto, la respuesta a las crisis no consiste en restringirlos, pues ello condenaría al país a un lento crecimiento. También es cierto que las alteraciones bruscas en la dirección de capitales no solo son responsabilidad del país receptor, sino del funcionamiento del sistema económico internacional. Si un país presenta fundamentos económicos sólidos, expresados en unas finanzas públicas en equilibrio, baja inflación, brecha externa sostenible y en general un marco institucional adecuado, no tendría que verse afectado por una turbulencia financiera internacional. Sin embargo ello no ha ocurrido, pues el contagio, que no solo está determinado por vínculos comerciales, no ha respetado la afirmación anterior.

Los inversionistas internacionales parecen no distinguir entre países. Más aun, si tienen pérdidas en alguno, retiran sus fondos de otro, para compensar las pérdidas en el primero. Por eso una solución que brinde la estabilidad necesaria para un crecimiento sostenido tiene que venir no solo de los países receptores de los capitales, sino también de aquellos donde se originan los flujos. Y esto supone un afinamiento del actual orden económico internacional.

La crisis de Asia Oriental (1997) sacudió el saber convencional. Lo que antes era considerado un milagro (inclusive por los propios organismos internacionales), de pronto sucumbió en una profunda crisis, con efectos

sociales que tardarán mucho tiempo en revertirse. Las políticas que antes eran parte del modelo a imitar, pasaron a ser cuestionadas. Las historias de bancarrotas, indebido uso de los préstamos externos, disminución de las reservas internacionales, crisis cambiarias y bancarias se convirtieron en noticias diarias. No tardaron en aparecer los programas de rescate internacional, liderados por el FMI. En 1998 la crisis rusa convirtió a la crisis en global, pues la moratoria de su deuda externa, aumentó el nerviosismo de los inversionistas, quienes optaron por migrar a plazas más seguras. Así, retiraron sus fondos de naciones de otras regiones del planeta, como América Latina, lo que restringió las posibilidades de crecimiento de esta última. El descontento mundial se generalizó.

Antes del problema asiático, la crisis mexicana de 1994 había generado cierto consenso con respecto a un conjunto de indicadores que indicaban un alto grado de vulnerabilidad de una economía abierta y por ende expuesta a los vaivenes de los flujos privados de capital. De manera sorprendente, los países de Asia Oriental no tomaron en cuenta las lecciones del episodio mexicano, que podrían sintetizarse en los siguientes puntos:

- Los tipos de cambio fijos (vinculados de manera formal o informal al dólar) son susceptibles de un ataque especulativo, dada la libre movilidad de capitales. La sobrevaluación cambiaria, tarde o temprano, se torna insostenible.
- Las brechas externas altas (mayores que 4% del PBI) deben ser materia de preocupación, así sean financiadas con fondos privados y exista equilibrio fiscal.
- La inversión en portafolio es volátil. En particular, los flujos de capital de corto plazo son desestabilizadores. La defensa del tipo de cambio, reflejada en elevaciones de la tasa de interés y pérdida de reservas, es costosa. Estas señales configuran el marco para un ataque especulativo, que alcanza su punto máximo cuando las autoridades del país abandonan la defensa cambiaria.
- La supervisión y regulación bancaria es clave, pues los mercados financieros se caracterizan por la información asimétrica; la debilidad en este aspecto es una invitación al contagio.
- La transparencia de las operaciones financieras es importante para mantener la confianza de los inversionistas privados; la difusión adecuada y a tiempo de información, minimiza el comportamiento en manada de los inversionistas, pues posibilita la diferenciación entre países.



Estos elementos, que no deben verse como elementos aislados, sino en forma conjunta, desempeñaron un papel crucial en el episodio mexicano, por lo que debieron ser tomados en cuenta por las autoridades de otros países emergentes.

Sin embargo, este no fue el caso de los países afectados por la crisis asiática. En primer lugar, a mediados de 1997, las monedas de Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia se encontraban sobrevaluadas, así como las de Singapur y Hong Kong. En segundo lugar, las brechas externas eran altas (en especial en Tailandia y Malasia) y financiadas con la venta de activos financieros domésticos a inversionistas extranjeros. Esto significa que la sostenibilidad de la brecha externa estaba determinada por el deseo de los inversionistas de acumular pasivos financieros del país (bonos, deuda bancaria, etc.). Si aquellos experimentan una pérdida de confianza en el país, reorientan su portafolio y generan una masiva salida de capitales.

En tercer lugar, el financiamiento de la brecha externa con capitales de corto plazo, cuyos vencimientos son menores que un año, no es sostenible. A diferencia de Taiwán, el resto de países afectados por la crisis, presentaban deudas externas y privadas de corto plazo, que excedían al nivel de reservas líquidas. El consenso alude a la secuencia de la liberalización; la cuenta de capitales puede ser abierta siempre y cuando otros objetivos de las reformas en favor del libre mercado ya se hayan logrado, como la estabilización fiscal, la reforma comercial y el fortalecimiento de la supervisión bancaria.

En cuarto lugar, el sistema bancario en los diversos países de Asia Oriental, no estaba sujeto de una supervisión y regulación adecuadas. Más aun, existía un sistema de garantías explícitas o implícitas que exacerbaban el problema del riesgo moral. Las empresas e instituciones financieras sabían que en caso de problemas, alguien iría en su rescate, dada la historia de los países asiáticos en esta materia. La crisis asiática fortaleció la visión de que un sistema bancario débil puede generar un daño en una economía emergente en proceso de liberalización.

En quinto lugar, los inversionistas requieren de información para tomar decisiones. A pesar de las diversas sugerencias, los países asiáticos no mejoraron el flujo de información ni las acciones orientadas a aumentar la transparencia de las actividades del sector público.

Además de los cinco puntos descritos, existen otros factores de vulnerabilidad, que son relevantes para América Latina. **El primero está relacionado con los desequilibrios fiscales.** Si la autoridad monetaria es independiente, las brechas fiscales se financian con recursos externos. Sin

embargo, como la experiencia brasileña y argentina muestran, el logro del financiamiento (sea de los mercados privados o de organismos multilaterales) es una alternativa de corto plazo. De no lograrse el equilibrio fiscal, los gobiernos tienden a acumular deudas y enfrentan el temor de una eventual **cesación de pagos**, que aumenta el riesgo país y dificulta el ingreso de capitales. Por ejemplo, a inicios de 2001, Argentina tenía vencimientos por deuda externa de US\$ 25.000 millones; en ese contexto, el FMI aprobó un blindaje financiero de US\$ 39.700 dólares, que servirían para cubrir el 90% de los pagos de deuda de 2001 y el 70% de los vencimientos de 2002. Sin embargo, en febrero de 2001 el déficit fiscal se elevó, aumentó el riesgo país y se redujeron las esperadas fuentes externas. Al cerrarse las fuentes externas, el Gobierno tuvo que recurrir a endeudamiento con fuentes locales para poder pagar la deuda externa. Esta evolución demuestra que el financiamiento del déficit fiscal no alivia el problema de fondo, consistente en un crónico desequilibrio fiscal, que debe abordarse a través de una reforma del Estado. Postergar el ajuste solo aumenta el problema. En junio de 2001, el Ministro de Finanzas, Domingo Cavallo, logró la aprobación del plan del déficit cero, lo que supuso un drástico recorte del gasto público, seguido de un descontento generalizado de la población.

En el caso argentino, el contagio se ha extendido a Brasil y Chile; entre enero y junio de 2001, las monedas de ambos países se devaluaron en 28,5% y 15,7%. Mientras tanto, en el Perú, hubo una apreciación de 1% en el mismo período. No obstante, las crisis cambiarias pueden ocurrir con o sin desequilibrio fiscal, aunque es claro que la situación es más compleja en la segunda opción.

**El segundo es político.** Si un país atraviesa por un período de incertidumbre política y tensiones sociales, los inversionistas externos se mostrarán más renuentes a inyectar capital. Este habría sido el caso de México en 1994, Indonesia y Corea en 1997 y del Perú en el año 2000.

Estos dos últimos elementos son relevantes en América Latina; la similitud entre los países, los hace más susceptibles al contagio. A inicios del siglo XXI, los inversionistas internacionales son los jueces de la vulnerabilidad de un país, que como se ha visto, excede a consideraciones económicas. El lector puede o no estar de acuerdo con esta conclusión en términos normativos. Sin embargo, es una realidad. Por eso no es casual, que los diversos países de la región intenten recuperar la confianza mediante la profundización de las reformas estructurales. No obstante, tampoco puede inferirse que toda la responsabilidad sea de los países receptores de capital. Después de todo, en una operación financiera intervienen dos partes; por

lo tanto, los inversionistas que inyectaron capital sin medir los riesgos tienen similar responsabilidad que los países que los recibieron.

En consecuencia, lo cierto es que la inestabilidad cambiaria, las bruscas inversiones de las corrientes de capital y el contagio financiero requieren de un afinamiento del sistema financiero internacional; y en él intervienen tres actores: los organismos multilaterales, los países industrializados (pues en ellos se originan los flujos de capital) y las economías emergentes, que son las receptoras de los mismos. Alcanzar un consenso y un equilibrio en cuánto a **lo que cada uno puede y debe hacer** puede ser uno de los desafíos más importantes del presente siglo.

## Bibliografía

- Abusada, Roberto; Fritz Du Bois, Eduardo Morón y José Valderrama (eds.) (2000). *La reforma incompleta*. Lima: Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Adams, Charles; Robert Litan y Michael Pomerleano (eds.) (2000). *Managing Financial and Corporate Distress. Lessons from Asia*. Washington: Brookings Institution Press.
- Arena, Marco y Pedro Tuesta (1999). “El objetivo de la intervención del banco central: ¿el nivel del tipo de cambio, la reducción de la volatilidad cambiaria o ambos?: Un análisis de la experiencia peruana 1991-1998”, en: Banco Central de Reserva del Perú (1999b: 61-88).
- Ariff, Mohamed y Syarisa Abubakar (1999). “The Malaysian Financial Crisis: Economic Impact and Recovery Prospects”, en: *The Developing Economies*. Vol. XXXVII, N° 4, pp. 417-438.
- Asian Development Bank (1998). *Asian Development Outlook 1998*. Manila.
- (1999). *Asian Development Outlook 1999*. Manila.
- (2000a). *Corporate Governance and Finance in East Asia*. Manila.
- (2000b). *Asian Development Outlook 2000*. Manila.
- Athukorala, Prema-chandra (1999). “Malasya”, en: McLeod y Garnaut (eds.) (1999: 85-101).
- Bagehot, Walter (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres: William Clowes and Sons.
- Banco de México, información diversa obtenida del website, [www.banxico.org.mx](http://www.banxico.org.mx).
- Banco Central de Argentina, información diversa obtenida del website, [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)
- Banco Central de Reserva del Perú (1999a). *Memoria 1998*. Lima.
- (1999b). *Estudios Económicos*. Lima, N° 5.
- (2000). *Estudios Económicos*. Lima, N° 6.
- (2000). *Memoria 1999*. Lima.
- (2001). *Memoria 2000*. Lima.
- , *Boletín Semanal*. Lima, varios números.
- Banco Central del Ecuador, información diversa obtenida del website, [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)
- Banco Mundial (1993). *El milagro de Asia Oriental*. Washington.
- (1998). *East Asia: The Road to Recovery*. Washington.

- Bannister, Geoffrey (1996). *The Economic Context of the Mexican Crisis*. Albuquerque: The University of New Mexico, Latin American Institute, Research Paper Series N° 29.
- Basle Committee on Banking Supervision (1997). *Core Principles for Effective Banking Supervision*. Basilea.
- Berg, Andrew y Catherine Pattillo (1998). *Are Currency Crises Predictable? A Test*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper 98/154.
- Berg, Andrew y Eduardo Borensztein (2000a). *The Pros and Cons of Full Dollarization*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper 00/50.
- (2000b). *The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper 00/29.
- Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (1999). *América Latina. Políticas Económicas*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Oficina del Economista Jefe, vol. 7, Segundo Trimestre.
- Bikchandani, Sushil y Sunil Sharma (2000). *Herd Behavior in Financial Markets: A Review*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper N° 00/48.
- Birdsall, Nancy y Frederick Jaspersen (1997a). *Pathways to Growth. Comparing East Asia and Latin America*. Washington: Inter-American Development Bank.
- (1997b). "Lessons from East Asia's Success", en: Birdsall y Jaspersen (1997a: 1-12).
- Blecker, Robert (1996). *Nafta, the Peso Crisis, and the Contradictions of the Mexican Economic Growth*. New York: Center for Economic Policy Analysis, Working Paper N° 3.
- Bogetic, Zeljko (1999). *Official or Full Dollarization: Current Experiences and Issues*. Washington: International Monetary Fund (IMF), mimeo.
- Bordo, Michael y Antu Panini Murshid (2000). *Are Financial Crises becoming more Contagious? What is the Historical Evidence of Contagion?* Cambridge: NBER, Working Paper N° 7900.
- Boyer, Robert y Daniel Drache (1996). *States Against Markets: The Limits of Globalization*. London: Routledge Editors.
- Bustelo, Pablo, Clara García e Iliana Oliví (1999). *Global and Domestic Factors of Financial Crises in Emerging Economies: Lessons from the East Asian Episodes (1997-1999)*. Madrid: Instituto Complutense de Estudios Internacionales, ICEI, Working Paper N° 16.
- Bustillo, Inés y Helvia Velloso (2000). *Bond Markets for Latin America Debt in the 1990s*. Serie Temas de Coyuntura N° 12, Santiago de Chile: Cepal.
- Calomiris, Charles (1998). *Blueprints for the New Global Financial Architecture*. Mimeo.
- Calvo, Guillermo (1998a). *Balance of Payments Crises in Emerging Markets. Large Capital Inflows and Sovereign Governments*. University of Maryland, Mimeo.

- (1998b). *Understanding the Russian Virus with special reference to Latin America*. Mimeo, University of Maryland.
- (1999a). *Argentina's Dollarization Project: A Primer*. University of Maryland. Mimeo.
- (1999b). "Varieties of Capital Market Crises", en: Calvo y King (eds.) (1999).
- (1999c). *On Dollarization*. University of Maryland, Mimeo.
- (2000). *Capital Markets and the Exchange Rate, with Special Reference to the Dollarization Debate in Latin America*. University of Maryland y NBER. Mimeo.
- Calvo, Guillermo y Mervyn King (eds.) (1999). *The Debt Burden and its consequences for Monetary Policy*. MacMillan Press, London.
- Calvo, Guillermo y Carmen Reinhart (2000). *Fixing for your Life*. University of Maryland, Mimeo.
- Calvo, Guillermo; Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1993). *Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America. The Role of External Factors*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Staff Papers, vol. 40, N° 1, pp. 108-151.
- Camdessus, Michel (1995). *Drawing Lessons from the Mexican Crisis: Preventing and Resolving Financial Crises – the Role of the IMF*. Discurso pronunciado en la 25<sup>th</sup> Conference of the Council of the Americas, Washington DC, mayo 22.
- (1998). *From the Asian Crisis Toward a New Global Architecture*. Adress to the Parliamentary Assembly of the Council of Europe, Strasbourg, France, june 23.
- Canavese, Alfredo (1992). "Hyperinflation and Convertibility-Based Stabilization in Argentina", en: Zini (ed.) (1992: 181-200).
- Caprio, Gerald y Daniela Klingebiel (1996). *Bank Insolvencies: Cross Country Experience*. Washington: The World Bank. Unpublished.
- Cardoso, Eliana (2000). "Brazil's Currency Crisis: The Shift From an Exchange Rate Anchor to a Flexible Regime", en: Wise y Roett (eds.) (2000: 70-92).
- Caramazza, Francesco y Jahangir Aziz (1998). *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Economic Issues N° 13, Washington: Fondo Monetario Internacional (FMI).
- Castillo, Paul (1999). "¿La dolarización total de la economía?", en: *Revista Mone-da*, Banco Central de Reserva del Perú, N° 114, Lima, pp. 61-64.
- Cepal (1996). *América Latina y el Caribe: quince años de desempeño económico*. Santiago de Chile.
- (1998). *Impact of the Asian Crisis on Latin America*. LC/G.2026, Santiago de Chile.
- (2000a). *Observatorio de Coyuntura Económica Andina*. Año 1, N° 2, Bogotá.
- (2000b). *Estudio económico de América Latina y el Caribe 1999-2000*. Santiago de Chile.
- Chang, Roberto y Andrés Velasco (1999). *Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy*. Cambridge, NBER, Working Paper N° 7272.

- Chapman, Guillermo (1999). "Las raíces históricas y legales del dólar en Panamá", ponencia presentada en el Seminario, *Opciones Cambiarias para la Región*, Ciudad de Panamá: Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Cinquetti, Carlos (2000). "The Real Plan: Stabilization and Destabilization", en: *World Development*. Vol. 28, N° 1, Pergamon Press, pp. 155-171.
- Claessens, Stijn, Djankov Simeon y Larry Lang (1999). *Who controls East Asian Corporations?* Washington: The World Bank, Financial Economics Unit, Financial Sector Practice Department.
- Claessens, Stijn; Djankov Simeon y Lixin Colin Xu (2000). "Corporate Performance in the East Asian Financial Crisis", en: *The World Bank Research Observer*. Vol. 15, N° 1, The World Bank, Washington.
- Collignon, Stefan; Jean Pisani-Ferry y Yung Chul Park (eds.) (1999). *Exchange Rate Policies in Emerging Asian Countries*. London: Routledge Editors.
- Commander, Simon; Dolinskaya Irina y Christian Mumssen (2000). *Determinants of Barter in Russia. An Empirical Analysis*. Washington: International Monetary Fund (IMF) Working Paper, WP/00/155.
- Corbett, Jenny y David Vines (1998). *The Asian Crisis: Competing Explanations*. New York: New School for Social Research, Center for Economic Policy Analysis, Working Paper N° 7.
- Corden, Max (2000). "Exchange Rate Regimes and Policies: An Overview", en: Wise y Roett (eds.) (2000: 23-42).
- Corsetti, Giancarlo (1998). "Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy", en: *Asian Development Review*. Vol. 16, N° 2, pp. 1-38.
- Corsetti, Giancarlo; Pablo Pesenti y Nouriel Roubini (1998a). *What caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A macroeconomic overview*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6833.
- (1998b). *What caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part II: The Policy Debate*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6834.
- Council on Foreign Relations Independent Task Force (1999). *Safeguarding Prosperity in a Global Financial System: The Future International Financial Architecture*. Washington: Institute for International Economics.
- Dancourt, Oscar y Waldo Mendoza (1999). *Informe de coyuntura. Perú 1998*. Pontificia Universidad Católica del Perú, Serie Informes de Coyuntura N° 17, Lima.
- Deardoff, Alan y Robert Stein (2000). *What the Public should Know about Globalization and the World Trade Organization?* Research Seminar in International Economics, Discussion Paper N° 460, University of Michigan.
- Demirguc-Kant, A. y E. Detragiache (1997). *The Determinants of Banking Crises: Evidence from Industrial and Developing Countries*. Washington: The World Bank Policy Research, Working Paper N° 1828.
- Diamond, Douglas y Raghuram Rajan (2000). *Banks, Short Term Debt and Financial Crises: Theory, Policy Implications and Applications*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7764.

- Dornbusch, Rudiger y Stanley Fischer (1992). *Macroeconomía*. Quinta Edición, México: McGraw Hill.
- Dornbusch, Rudiger y Yung Chul Park (1999). "Flexibility or Nominal Anchors?", en: Collignon, Pisani-Ferry y Park (eds.) (1999: 3-34).
- Drazen, Allan (1999). *Political Contagion in Currency Crises*. Cambridge, NBER, Working Paper N° 7211.
- Du Bois, Fritz y Eduardo Morón (eds.) (2000). *Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades*. Serie: Conferencias N° 6, Lima: Universidad del Pacífico e Instituto Peruano de Economía.
- Eatwell, John y Lance Taylor (1998). *International Capital Markets and the Future of Economic Policy*. Cepa Working Paper N° 9, New York: New School for Social Research.
- Edison, Hal (2000). *Do Indicators of Financial Crises work?* Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper N° 675.
- Edwards, Sebastian (1989). *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries*. Cambridge: MIT Press.
- (1997). *The Mexican Peso Crisis: How much did we know? When did we know it?* Cambridge: NBER, Working Paper N° 6334.
- (1998). *Capital Inflows into Latin America: A stop-go story?* Cambridge: NBER, Working Paper 6441.
- (1999a). *Latin America at the End of the Century: More of the Same?* Los Angeles: University of California. Mimeo.
- (1999b). "How effective are Capital Controls?", en: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 13, N° 4, pp. 65-84.
- (1999c). *On Crisis Prevention: Lessons from Mexico and East Asia*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7233.
- (2000a). *Contagion*. University of California y NBER. Mimeo.
- (2000b). *Exchange Rate Systems in Emerging Economies*. University of California y NBER. Mimeo.
- (2001). *Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation*. Cambridge: NBER, Working Paper 8274.
- Edwards, Sebastian y Miguel Savastano (1998). *The Morning After: The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6516.
- (1999). *Exchange Rates in Emerging Economies: What do we know? What do we need to know?* University of California, NBER y Fondo Monetario Internacional (FMI): Mimeo.
- Edwards, Sebastián; José de Gregorio y Rodrigo Valdés (2000). *Controls on Capital Inflows: Do they work?* Cambridge: NBER, Working Paper 7645.
- Eichengreen, Barry (1999a). *Strengthening the International Financial Architecture: ¿Where do we stand?* Berkeley: University of California. Mimeo.
- (1999b). *Policy Making in an Integrated World: From Surveillance to ...?* Berkeley: University of California. Mimeo.



- (2000a). "The International Monetary Fund in the wake of the Asian Crisis", en: Noble y Ravenhill (eds.) (2000a: 170-191).
- (2000b). *Solving the Currency Conundrum*. Berkeley: University of California. Mimeo.
- (2000c). *When to dollarize*. Berkeley: University of California. Mimeo.
- Eichengreen, Barry; Andrew Rose y Charles Wyplosz (1995). "Exchange Market Mayhem. The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks", en: *Economic Policy* 21, pp. 249-312.
- (1996). *Contagious Currency Crises*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 5681.
- Eichengreen, Barry y Andrew Rose (1998). *Staying afloat when the Winds shifts: External Factors and Emerging Market Banking Crises*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6370.
- Eichengreen, Barry y Paul Masson (1998). *Exit Strategies: Policy Options for Countries seeking Greater Exchange Rate Stability*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Occasional Paper N° 168.
- Eichengreen, Barry y Andrew Rose (1999). "Contagious Currency Crises: Channels of Conveyance", en: Ito y Krueger (eds.) (1999).
- Esquivel, Gerardo y Felipe Larraín (1998). *Explaining Currency Crises*. Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper N° 666.
- (1999). *Latin America Confronting the Asian Crisis*. Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper N° 681.
- Feldstein, Martin (1998). *Refocusing the International Monetary Fund (IMF)*. Mimeo.
- (1999). *Self-Protection for Emerging Market Economies*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6907.
- Fernández-Arias, Eduardo (1999). "Cómo diagnosticar el contagio", en: *Boletín de Políticas Económicas de América Latina*. Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Oficina del Economista Jefe, vol. 6.
- (2000). *The New Wave of Capital Inflows: Sea Change or Tide?* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Working Paper N° 415.
- Fernández-Arias, Eduardo y Ricardo Hausmann (1999). *International Initiatives to Bring Stability to Financial Integration*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Working Paper N° 402.
- (2000). *The Redesign of the International Financial Architecture from a Latin American Perspective: Who pays the Bill?* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Working Paper N° 440.
- Fischer, Stanley (1998a). *The Asian Crisis: A view from the IMF*. Washington: International Monetary Fund (IMF). Mimeo.
- (1998b). *Reforming the International Monetary System*. Washington: International Monetary Fund (IMF). Mimeo.
- (1999). *On the need for an International Lender of Last Resort*. Washington: International Monetary Fund (IMF). Mimeo.

- (2001). *Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?* New Orleans: American Economic Association. Mimeo.
- Forbes, Kristin y Roberto Rigobón (1999). *Measuring Contagion: Conceptual and Empirical Issues*. MIT, Sloan School of Management. Mimeo.
- Fondo Monetario Internacional (FMI) (1997). *World Economic Outlook*. Washington.
- (FMI) (1999). *Involving the Private Sector in Forestalling and Resolving Financial Crises*. Washington. Advanced copy.
- (FMI) (2000a). *Russian Federation: Selected Issues*. Washington.
- (FMI) (2000b). *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*. Washington.
- (FMI) (2000c). *World Economic Outlook*. Washington.
- (FMI) (2001). *Brazil: Selected Issues and Statistical Appendix*. Washington.
- Fraga, Arminio (2000). "Monetary Policy during the Transition to a Floating Exchange Rate. Brazil's Recent Experience", en: *Finance and Development*. Washington: International Monetary Fund (IMF), vol. 37, N° 1, pp. 16-18.
- Frankel, Jeffrey (1999). *No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7338.
- Frankel, Jeffrey y Andrew Rose (1996). *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 5437.
- Frenkel, Roberto (1998). *Capital Market Liberalization and Economic Performance in Latin America*. New York: Center for Economic Policy Analysis, Working Paper N° 1.
- Friedman, Benjamin (2000). "How Easy Should Debt Restructuring be?", en: Adams, Litan y Pomerleano (eds.) (2000: 21-46).
- Ganapolsky, Eduardo y Sergio Schmukler (1999). *Crisis Management in Capital Markets: The Impact of Argentina Policy during the Tequila Effect*. The World Bank. Mimeo.
- Garnaut, Ross (1999). "The East Asian Crisis", en: McLeod y Garnaut (eds.) (1999: 3-31).
- Gavin, Michael (1999a). "Los bancos centrales de América Latina: renuentes a reaccionar", en: *América Latina. Políticas Económicas*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Oficina del Economista Jefe, vol. 7, Segundo Trimestre, p.3.
- (1999b). *Hearing on Official Dollarization in Latin America*. Washington: Senate Banking Committee.
- Gavin, Michael, Ricardo Hausmann y Leonardo Leiderman (1995). *The Macroeconomics of Capital Flows to Latin America*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo, Oficina del Economista Jefe, Working Paper N° 310.
- Gianetti, Mariassunta (1999). *Banking System, International Investors and Central Bank Policy*. Banca d'Italia Research Department.

- Giannini, Curzio (1999). "El FMI como prestamista de última instancia: un punto de vista externo", en: *Finanzas y Desarrollo*. Vol. 36, N° 3, Washington: Fondo Monetario Internacional (FMI), pp. 24-27.
- Gil-Díaz, Francisco (1997). "The Origin of Mexico's 1994 Financial Crisis", en: *The Cato Journal*. Washington, vol. 17, N° 3.
- Glick, Reuven y Michael Hutchison (1999). *Banking and Currency Crises: How common are twins?* Universidad de Santa Cruz (California). Mimeo.
- Goldfajn, Ilan (2000). *The Swings in Capital Flows and the Brazilian Crisis*. Río de Janeiro: Pontificia Universidad Católica de Río de Janeiro. Mimeo.
- Goldfajn, Ilan y Taimur Baig (2000). *The Russian Default and the Contagion to Brazil*. Washington: International Monetary Fund (IMF) Working Paper, WP/00/160.
- Goldfajn, Ilan y Gino Olivares (2000). *Full Dollarization: The case of Panama*. Río de Janeiro: Pontificia Universidad Católica, Departamento de Economía. Mimeo.
- Goldman & Sachs (2000). *Global Economic Paper*. N° 45.
- Goldstein, Morris (1998). *The Asian Financial Crisis. Causes, Cures and Systemic Implications*. Washington: Institute for International Economics.
- (2001). *An Evaluation of Proposals to Reform the International Financial Architecture*. Informe preparado para la NBER Conference on Management of Currency Crises, Monterey, California.
- Goldstein, Morris y Philip Turner (1996). *Banking Crises in Emerging Economies: Origins and Policy Options*. Basle, BIS Economic Papers N° 46.
- Griffith-Jones, Stephany (1996). *The Mexican Peso Crisis*. IDS, Discussion Paper 354.
- (1999). *Towards a Better Financial Architecture*. Brighton: University of Sussex, Institute of Development Studies. Mimeo.
- (2000). *International Capital Flows to Latin America*. Santiago de Chile: Cepal, Serie Reformas Económicas 55.
- (2001). *Reform of the International Financial Architecture: Views, Priorities and Concerns of Governments and the Private Sector in the Western Hemisphere and Eastern Europe*. Brighton: University of Sussex, Institute of Development Studies. Mimeo.
- Gulde, Anne-Marie (1999). "El régimen de caja de conversión en la estabilización búlgara", en: *Finanzas y Desarrollo*. International Monetary Fund (IMF), vol. N° 36, N° 3, pp. 36-39.
- Hahn, Joon-Ho y Frederic Mishkin (2000). *Causes of the Korean Financial Crisis: Lessons for Policy*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7483.
- Hamilton-Hart, Natashal (2000). "Indonesia: Reforming the Institutions of Financial Governance?", en: Noble y Ravenhill (eds.) (2000a: 108-131).
- Hanke, Steve y Kurt Schuler (1994). *Currency Boards for Developing Countries. A Handbook*. San Francisco: ICS Press, International Center for Economic Growth.

- (1999a). *A Dollarization Blueprint for Argentina*. Washington: Cato Institute, Foreign Policy Brief, N° 52.
- (1999b). "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dolarization", en: *Cato Journal*. Washington: Cato Institute, vol. 18, N° 3, pp. 405-419.
- Hausmann, Ricardo (1999). *Currencies: Should There be Five or One Hundred and Five?* Mimeo.
- Hausmann, Ricardo y Helmut Reisen (eds.) (1996). *Hacia la estabilidad y el crecimiento en América Latina. Cuestiones políticas y perspectivas de las economías vulnerables*. París: OCDE.
- Hausmann, Ricardo y Michael Gavin (1996). *The Roots of Banking Crises: The Macroeconomic Context*. Washington: Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist, Working Paper N° 318.
- Hausmann, Ricardo; Ugo Panizza y Ernesto Stein (2000). *Why do Countries Float the Way they Float?* Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Working Paper N° 418.
- Held, Gunther y Raquel Szalachman (1998). "Flujos de capital externo en América Latina y el Caribe en los años noventa: experiencias y políticas", en: *Revista de la Cepal* 64. Santiago de Chile, pp. 29-46.
- Henderson, Callum (1998). *Asia Falling. Making Sense of the Asian crisis and its aftermath*. Editorial McGraw Hill.
- Hermalin, Benjamin y Rose Andrew (1999). *Risk to Lenders and Borrowers in International Capital Markets*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 6886.
- Herman, Barry (ed.) (1999). *Global Financial Turmoil and Reform. A United Nations Perspective*. New York: UNU Policy Perspectives N° 2.
- Herrera, Santiago; Guillermo Perry y Neile Quintero (2000). *Output Fluctuations in Latin America: What Explains the Recent Slowdown?* Harvard Institute of International Development. Mimeo.
- Holden, Paul y Sarath Rajapatirana (1998). *Emerging Economic Issues in Latin America: A Second Generation Agenda*. The World Bank. Mimeo.
- Hutchison, Michael (2001). *A Cure Worse than the Disease? Currency Crises and the Output Costs of IMF-supported Stabilization Programs*. Santa Cruz: University of California, Mimeo.
- Hutson, Elaine y Colm Kearney (1999). "The Asian Financial Crisis and the Role of the IMF: A Survey", en: *Journal of the Asia Pacific Economy*. Vol. 4, N° 3, pp. 393-412.
- Hunter, William; George Kaufman y Thomas Krueger (eds.) (1999). *The Asian Financial Crises*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS) (eds.) (1998). *La crisis asiática. Lecciones para América Latina*. Quito.
- (ILDIS) (eds.) (1998) *Globalización: mito y realidad*. Quito: Tramasocial Editores.
- Ito, Takatoshi (1999). *Capital Flows in Asia*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7134.

- Ito, Takatoshi y Anne Krueger (eds.) (1999). *Changes in Exchange Rates rapidly in Developing Countries*. The University of Chicago Press.
- Joint Economic Committee (1999). *Fundamentos de la dolarización*. Washington: Reporte de Asuntos Económicos del Congreso de los Estados Unidos, Oficina del presidente del Comité, senador Connie Mack.
- (2000). *Dollarization: A Guide to the International Monetary Stability Act*. Washington: Office of the Chairman; Senator Connie Mack.
- Kahler, M. (ed.) (1998). *Capital Flows and Financial Crises*. New York: Council of Foreign Relations.
- Kalter, Eliot y Armando Ribas (1999). *The 1994 Mexican Economic Crisis: The Role of the Government Expenditure and Relative Prices*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper 99/169.
- Kaminsky, Graciela (1998). *Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress*. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper N° 629.
- Kaminsky, Graciela y Carmen Reinhart (1998). *The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance of Payments Problems*. Washington. Mimeo.
- (1999). *On Crises, Contagion and Confusion*. Paper prepared for the Duke University conference, Globalization, Capital Market Crises and Economic Reform.
- Kaminsky, Graciela; Saúl Lizondo y Carmen Reinhart (1998). *Leading Indicators of Currency Crises*. Washington: International Monetary Fund (IMF) Staff Papers, vol. 45, N° 1, pp. 1-48.
- Kaplan, Ethan y Dani Rodrik (2000). *Did the Malaysian capital control works?* Cambridge: John Kennedy School of Government. Mimeo.
- Kiguel, Miguel (1998). *Debt Management: Some Reflections based on Argentina*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Working Paper N° 364.
- Knowles, James; Ernesto Pernia y Mary Racelis (1999). *Social Consequences of the Financial Crisis in Asia*. Manila: Asian Development Bank, Economic Staff Paper N° 60.
- Kochlar, Kalpana; Loungani Prakash y Mark Stone (1998). *The East Asian Crisis: Macroeconomics Developments and Policy Lessons*. Washington: International Monetary Fund (IMF) Working Paper 98/128.
- Kopcke, Richard (1999). "Currency Boards: Once and Future Monetary Regimes?", en: *New England Economic Review*. Mayo/junio, pp. 21-37.
- Krongkaew, Medhi (1999). "Capital Flows and Economic Crisis in Thailand", en: *The Developing Economies*. Vol. XXXVII, N° 4, pp. 395-416.
- Krueger, Anne y Aaron Tornell (1999). *The Role of Bank Reestructuring in Recovering from crisis: México 1995-98*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7042.
- Krugman, Paul (1979). "A Model of Balance of Payments Crises", en: *Journal of Money, Credit and Banking*. Vol. 11, N° 3, pp. 311-325.
- (1997). *Currency Crises*. MIT. Mimeo.

- (1998). *What happened to Asia?* Mimeo.
- (1999). *Capital Controls freaks: How Malaysia got away with Economic Heresy*. Slate, setiembre 27.
- (2000). *Crises: The Price of Globalization?* Mimeo.
- Lane, Timothy; Gosh Atish, Javier Hamann, Steven Phillips, Marianne Schulze-Ghatas y Tsidi Tsikata (1999). *IMF Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Occasional Paper N° 178.
- Larraín, Felipe y Andrés Velasco (2000). “Regímenes cambiarios para economías emergentes”, en: *Cuadernos de Economía*. Santiago de Chile: Pontificia Universidad Católica de Chile, Instituto de Economía, año 37, N° 110, pp. 101-138.
- Lee, Eddy (1998). *The Asian Financial Crisis. The Challenge for Social Policy*. Génova: ILO.
- Lindgren, Carl-Johan; Tomás Baliño, Charles Enoch, Anne-Marie Gulde, Marc Quintyn y Leslie Teo (1999). *Financial Sector Crisis and Restructuring. Lessons from Asia*, Washington: International Monetary Fund (IMF), Occasional Paper N° 188.
- Lora, Eduardo y Felipe Barrera (1999). *A Decade of Estructural Reforms in Latin America: Measurement and Growth*. Washington: Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Departamento de Investigación, Working Paper N° 350.
- Loser, Claudio y Martine Guerguil (2000). “The Long Road to Financial Stability”, en: *Finanzas y Desarrollo*. Washington: Fondo Monetario Internacional (FMI), vol. 37, N° 1, pp. 7-12.
- Lustig, Nora (1995). *The Mexican Peso Crisis: the Foreseeable and the Surprise*. Washington: The Brookings Institution. Mimeo.
- Malki, Elli (1999). *The Financial Crisis in Rusia*. Mimeo.
- Mann, Catherine (1999). *Dollarization as Diet*. Statement in the Joint Hearing of the Subcommittee on Economic Policy and the Subcommittee on International Trade and Finance Committee on Banking (1999). Washington: Housing and Urban Affairs, United States Senate.
- Masson, Paul (1998). *Contagion: Monsoonal Effects, spillovers and Jumps between Multiple Equilibria*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Working Paper N° 98/142.
- Masson, Paul y Pierre-Richard Agenor (1999). *The Mexican Peso Crisis: Overview and Analysis of Credibility Factors*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Research Department. Mimeo.
- McLeod, Ross y Ross Garnaut (1999). *East Asia in Crisis. From being a Miracle to needing one?* Routledge: New York.
- McQuillan, Lawrence (1998). *The Case against the International Monetary Fund*. Hoover Institution, Essays in Public Policy.
- Meigs, James (1997). “Mexican Monetary Lessons”, en: *The Cato Journal*. Vol. 17, N° 1, Washington.

- Meltzer, Allan (1999). "What's wrong with the IMF? ¿What would be better?", en: Hunter, Kaufman y Krueger (eds.) (1999).
- Miller, Victoria (1996). "Speculative Currency Attacks with Endogenously Induced Commercial Bank Crises", en: *Journal of International Money and Finance* 15, pp. 385-403.
- Ministerio de Economía y Finanzas del Perú, Información diversa obtenida del website, [www.mef.gob.pe](http://www.mef.gob.pe)
- Mishkin, Frederic (1991). *Anatomy of a Financial Crisis*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 3934.
- (1996). *Understanding Financial Crisis: A Developing Country Perspective*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 5600.
- (1999). *Lessons from the Asian Crisis*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 7102.
- Mishkin, Frederic y Miguel Savastano (2000). *Monetary Policy Strategies for Latin America*. Washington: Fondo Monetario Internacional (FMI), Research Department.
- Montiel, Peter (1999). *Policy Responses to Volatile Capital Flows*. Williamstown: Williams College. Mimeo.
- Morales, Jorge y Pedro Tuesta (1998). "Impacto de la crisis asiática: elementos para su evaluación", en: *Revista Moneda*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú, N° 109, pp. 60-65.
- Moreno-Villalaz, Juan Luis (1999). *Lecciones de la experiencia monetaria panameña: una economía dolarizada con integración financiera*. Washington: Cato Institute (1999).
- Morón, Eduardo y Juan Francisco Castro (2000). *Uncovering Central Bank's Monetary Policy Objectives: Going Beyond Fear of Floating*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú, Universidad del Pacífico, Departamento de Economía. Mimeo.
- Morris, Felipe (2000). "La reforma del sistema financiero", en: Abusada *et al.* (eds.) (2000).
- Mussa, Michael y Anthony Richards (1999). *Capital Flows in the 1990s before and after the Asian Crisis*. Washington: Fondo Monetario Internacional (FMI), Research Department. Mimeo.
- Nazmi, Nader (1997). "Exchange Rate-Based Stabilization in Latin America", en: *World Development*. Vol. 24, N° 4, pp. 519-535.
- Neely, Christopher (1999). *An Introduction to Capital Controls*. Federal Reserve Bank of St. Louis, diciembre.
- Niskanen, William (1999). "Reshaping the Global Financial Architecture: Is there a role for the IMF?", en: *The Cato Journal*. Washington: Cato Institute, vol. 18, N° 3, pp. 331-334.
- Noble, Gregory y John Ravenhill (eds.) (2000a). *The Asian Financial Crisis and the Architecture of Global Finance*. Cambridge University Press.

- (2000b). "Causes and Consequences of the Asian Financial Crisis", en: Noble y Ravenhill (eds.) (2000a: 1-35).
- Obsfeld, Maurice (1994). *The Logic of Currency Crises*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 4640.
- (1998). *The Global Capital Market: Benefactor or Menace?* Berkeley: University of California. Mimeo.
- Ocampo, José Antonio (1999). *International Financial Reform: the broad agenda*. Santiago de Chile: Cepal, Serie Temas de Coyuntura N° 6.
- (2000). *Recasting the International Financial Agenda*. Santiago de Chile: Cepal. Unpublished.
- OCDE (2000). *Economic Surveys 1999-2000. Russian Federation*. París.
- Padova, Alberto (1999). "Introduction – Latin America", en: Herman (ed.) (1999).
- Parodi Trece, Carlos (1999). *Economía de las políticas sociales*. Segunda edición, Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- (2001). *Perú 1960-2000. Políticas Económicas y Sociales en Entornos Cambiantes*. Segunda Edición. Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- Pazos, Luis (1995). *Devaluación: ¿por qué, qué viene, qué hacer?* México, Editorial Diana.
- Perotti, Enrico (2000). *Banking Regulation under Extreme Legal Underdevelopment: Lessons from the Russian Meltdown*. University of Amsterdam and CEPR. Mimeo.
- Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) (2001). *Informe sobre desarrollo humano 2001*. Nueva York.
- Pinto, Brian, Drebenstov Vladimir y Alexander Morozov (2000). *Give Growth and Macro Stability in Russia a Chance: Harden Budgets by Dismantling Nonpayments*. Moscú: World Bank Office, Economic Unit.
- Quispe, Zenón (2000). "Política monetaria en una economía con dolarización parcial: el caso del Perú", en: Banco Central de Reserva del Perú (2000: 13-38).
- Radelet, Steven y Jeffrey Sachs (1998a). *The Onset of the East Asian Financial Crisis*. Harvard Institute for International Development, marzo. Mimeo.
- (1998b). *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, abril. Mimeo.
- Radelet, Steven (1999). *Indonesia: Long Road to Recovery*. Harvard Institute for International Development, Development Discussion Paper N° 722.
- Reinhart, Carmen y Vicent Reinhart (1998). "Some Lessons for Policy Makers dealing with the Mixed Blessing of Capital Inflows", en: Kahler (ed.) (1998: 93-127).
- Rodríguez, Carlos Alfredo (2000). "Macroeconomic Policy Lessons from LDC'S", en: *Journal of Applied Economics*. Vol. III, N° 1, pp.169-216.
- Rodrik, Dani (1999a). *Governing the Global Economy: ¿Does one Architecture Style fit all?* Cambridge: Harvard University, John Kennedy School of Government. Mimeo.



- (1999b). Why is there so much Economic Insecurity in Latin America? Cambridge: Harvard University, John Kennedy School of Government. Mimeo.
- Rodrik, Dani y Andrés Velasco (2000). "Short Term Capital Flows", en: *Annual World Bank Conference on Development Economics 1999*. Washington: The World Bank, pp. 59-90.
- Rogoff, Kenneth (1999). "International Institutions for reducing Global Financial Instability", en: *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 13, N° 4, pp. 21-42.
- Rojas, Jorge (1999). *El influjo de capitales al Perú, 1990-1998*. Lima: Pontificia Universidad Católica del Perú, Documento de Trabajo 177.
- Rojas-Suarez, Liliana (1999). *Dollarization in Latin America?* Washington: Hearing on Official Dollarization in Latin America, Senate Banking Committee.
- Rojas-Suarez, Liliana y Steven Weisbrod (1995). *Financial Fragilities in Latin America: The 1980 and 1990s*. Washington: International Monetary Fund (IMF), Occasional Paper N° 132.
- (1996). "Hacia la estabilidad de los mercados financieros en América Latina", en: Hausmann y Reisen (eds.) (1996: 142-170).
- Ros, Jaime y Nora Lustig (2000). *Trade and Financial Liberalization with Volatile Capital Inflows: Macroeconomic Consequences and Social Impacts in Mexico during the 1990s*. New York: Center for Economic Policy Analysis, Working Paper N° 18.
- Roubini, Nouriel (2000). *Bail in, Burden Sharing, Private Sector Involvement in Crises Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector*. New York University, Stern School of Business. Mimeo.
- Sabino, Carlos (1999). *El fracaso del intervencionismo*. Caracas: Editorial Panapo de Venezuela.
- Sachs, Jeffrey (1995). *Alternative Approaches to Financial Crises in Emerging Markets*. Paper prepared for discussion during meetings in Basel, December 9-10.
- (1999). *Brazil Fever; First, do not harm*. Mimeo.
- Sachs, Jeffrey; Aaron Tornell y Andrés Velasco (1995). *The Collapse of the Mexican Peso: What have we learned?* Cambridge: NBER, Working Paper N° 5142.
- (1996). *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*. Cambridge: NBER, Working Paper N° 5576.
- Salant, Stephen y Dale Henderson (1978). "Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold", en: *Journal of Political Economy*. Vol. 86, pp. 627-648.
- Salinas-León, Roberto (1997). "The Mexican Peso Crisis: Comment on Meigs", en: *The Cato Journal*, Washington, Vol. 17, N° 1.
- Saxton, Jim (1999). *An International Lender of Last Resort, the IMF and the Federal Reserve*. Washington: United States Congress, Joint Economic Committee.
- Schwartz, Anna (1999). "Is there a need for an International Lender of Last Resort?", en: *The Cato Journal*. Washington: Cato Institute, vol. 19, N° 1, pp. 1-6.

- Schuldt, Jürgen (1998a). “Desmitificando el concepto de globalización”, en: Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (eds.) (1998: 9-28).
- (1998b). “Antecedentes, dinámica y causas de la crisis asiática: un balance preliminar”, en: Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales (ILDIS) (eds.) (1998: 9-145).
- (1999). *Dolarización oficial de la economía: un debate en once actos*. Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- Schuler, Kurt (2000). Conferencia dictada en Seminario, *Dolarizar la economía peruana: riesgos y oportunidades*. Paracas, Perú.
- Smolik, Joseph (1999). “Impact of the East Asian Crisis on the Transition Economies and Financial Distress in the Russian Federation”, en: Herman (ed.) (1999: 265-292).
- Stein, Eduardo (1999). “Sistemas financieros y tipos de cambio: perdiendo interés en la flexibilidad”, en: Banco Interamericano de Desarrollo (BID) (1999: 4).
- Stein, Ernesto; Ernesto Talvi, Ugo Panizza y Gustavo Márquez (1999). *Evaluando la dolarización: Una aplicación a países de América Central y del Caribe*, ponencia presentada en el seminario, Opciones Cambiarias para la Región, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), Panamá.
- Stiglitz, Joseph (2001). “Principles of Financial Regulation: A Dynamic Portfolio Approach”, en: *The World Bank Research Observer*. Washington, vol. 16, N° 1, pp. 1-18.
- Superintendencia de Banca y Seguros, Información diversa obtenida del website, [www.sbs.gob.pe](http://www.sbs.gob.pe).
- Swoboda, Alexander (1999). “Reforma de la arquitectura financiera internacional”, en: *Finanzas y Desarrollo*. Fondo Monetario Internacional (FMI), vol. 36, N° 3.
- Tapia, Inés (2001). “La nueva arquitectura financiera internacional: implicancias para el Perú”, en: *Revista Moneda*. N° 125, Banco Central de Reserva del Perú, pp. 42-49.
- Vásquez, Ian (1998). *Por qué el FMI no debe intervenir*. Resumen del discurso preparado para la conferencia sobre La crisis asiática y la reforma del sistema monetario. Madrid: Fundación Diálogos.
- Vásquez, Enrique; Carlos Aramburú, Carlos Figueroa y Carlos Parodi (2001). *Los desafíos de la lucha contra la pobreza extrema en el Perú*. Lima: Universidad del Pacífico, Centro de Investigación.
- Velasco, Andrés y Luis Felipe Céspedes (1999). *Exchange Rate Arrangements: A Developing Country Perspective*. New York University, New York. Mimeo.
- Wade, Robert (1999). *El mercado dirigido. La teoría económica y la función del gobierno en la industrialización del Este de Asia*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Weder, Beatrice (1999). *Model, Myth or Miracle? Reassessing the Role of Governments in the East Asian Experience*. New York: UNU Policy Perspectives N° 1.

- White, William (2000). *What have we Learned from Recent Financial Crisis and Policy Responses?* Basilea: BIS, Working Paper N° 84.
- Williamson, John (1996). *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia and Israel*. Washington: Institute for International Economics.
- (2000). "Designing a Middle Way between Fixed and Flexible Exchange Rates". Paper presented to a conference on *Monetary Options and Exchange Rate Policies: Options for Egypt*. El Cairo, noviembre.
- Wise, Carol (2000a). "Introduction: Debates, Performance and the Politics of Policy Choice", en: Wise y Roett (eds.) (2000).
- (2000b). "Argentina's Currency Board: The Ties that Bind?", en: Wise y Roett (eds.) (2000).
- Wise, Carol y Roett Riordan (eds.) (2000). *Exchange Rate Politics in Latin America*. Washington: Brookings Institution Press.
- Wyplosz, Charles (1998). *Globalized Financial Markets and Financial Crises*. Geneva: Graduate Institute of International Studies.
- Yoon, Je Cho (1998). *The Financial Crisis in Korea: Causes and Challenges*. ADB Bank.
- Zini, Junior Alvaro (ed.) (1992). *The Market and the State in Economic Development in the 1990s*. Amsterdam: Elsevier Science Publishers,.



SE TERMINÓ DE IMPRIMIR EN LOS TALLERES GRÁFICOS DE  
**TAREA ASOCIACIÓN GRÁFICA EDUCATIVA**  
PASAJE MARÍA AUXILIADORA 156 - BREÑA  
Correo e.: [tareagrafica@terra.com.pe](mailto:tareagrafica@terra.com.pe)  
TELÉF. 332-3229 FAX: 424-1582  
OCTUBRE 2008 LIMA - PERÚ