

Ensayo de Finanzas Internacionales

Felipe Ignacio Durán Aranda¹

Preguntas:

- 1.- ¿Cuáles fueron las causas de la crisis financiera de Tailandia del 1997?
- 2.- ¿Cuál de los tres modelos de balanza de pagos explica mejor este episodio?
- 3.- ¿Cuáles fueron las “vulnerabilidades” que se acumularon en el período previo y permitieron la crisis?
- 4.- ¿Qué gatilló la crisis y como fue que se expandió a otros países en Asia?
- 5.- ¿La respuesta inicial de las autoridades (incluyendo al FMI) fue la adecuada? ¿Por qué?

Junio de 2020

¹ “Esta vez decidí referenciar a los autores al final de manera completa, es decir, con su trabajo y año de publicación, dado que la mención de múltiples autores dentro de la explicación de manera completa resultaba confusa”

La crisis asiática acontecida en torno al año 1997, gatillada por la devaluación de la moneda tailandesa, puede ser explicada como un caso de crisis cambiaria de tercera generaciónⁱ, la cual se caracterizó por un “*Sudden Stop*”, un cese en el flujo (entrada) de capitalesⁱⁱ que se expandió por la región, contagiando la crisis al resto de países, que debido al contexto de la época y las dinámicas financieras de las partes involucradas, desembocó conjuntamente en una crisis bancaria (*twin crisis*), derivada de las depreciaciones de las monedasⁱⁱⁱ, lo cual agravó aún más los efectos y el impacto de la crisis.

Para poder explicar cuáles fueron las causas de la crisis, primero debemos entender los antecedentes y vulnerabilidades de los países involucrados, especialmente de Tailandia, así como la dinámica vivida en el período del “*milagro económico asiático*”^{iv}. Durante las tres décadas que antecedieron a la crisis, Corea, Indonesia, Malasia y Tailandia presentaron un alto crecimiento, sólida situación fiscal, prósperos sectores exportadores y una baja-moderada inflación, que, en conjunto a altas tasas de interés, atraían la inversión extranjera, que se tradujo en un gran afluente de capitales hacia la zona, provocando un dramático incremento en el precio de las acciones y bienes raíces, situación que atrajo todavía más capital extranjero a la zona. Por otra parte, al menos para el caso de Tailandia, el régimen cambiario fijo anclado al dólar dio a los prestatarios una engañosa sensación de seguridad que los incitó a asumir deuda en denominación extranjera, específicamente en dólares, que llegó a superar los noventa mil millones de dólares en la crisis, quedando fuertemente expuestos al riesgo cambiario^v. Finalmente, enlazado a los puntos anteriormente mencionados, las entidades bancarias de Tailandia hicieron uso de financiamiento en denominación extranjera (deuda externa) para prestar internamente en denominación local, especialmente a sectores de bienes no transables, tales como el sector inmobiliario que se encontraba frente a un “*boom*”, cuyos beneficios estaban dados en moneda local^{vi}.

Bajo estos antecedentes, podemos darnos cuenta de cuáles fueron las vulnerabilidades que se acumularon y dieron paso a la crisis. Primero, según explica Bijan B. Aghevli^{vii}, la poca solidez de los sistemas bancarios y el incentivo a la toma de deuda extranjera, motivada por la supuesta seguridad otorgada por el régimen cambiario fijo anclado al dólar, llevó a una sobreexposición al riesgo cambiario frente a una depreciación de la moneda, de la cuál las entidades no estaban cubiertas. Tal fue el caso de los préstamos o financiamiento al sector inmobiliario, que según la dinámica explicada por De Gregorio^{viii}, asociada a la disparidad de denominación (de moneda) entre el financiamiento del prestamista y el préstamo extendido, expuso al sector bancario y corporativo a un colapso financiero (dado el deterioro de las hojas de balance derivado de la depreciación), el cuál no se tenía en consideración debido al régimen cambiario fijo apoyado por las autoridades. Adicionalmente, los altos retornos del sector inmobiliario incentivaron a una sobre extensión financiera, en deuda externa, con tal de invertir en dicho sector, aumentando aún más la exposición. Por otra parte, acorde a lo expuesto por Bijan, la inversión del afluente de capital extranjero se realizó principalmente en sectores con altos niveles de retorno en lapsos “*cortos*” de tiempo, principalmente en bienes no transables o especulativos, como el mercado inmobiliario, u en industrias que no aseguraban sostenibilidad en el largo plazo; en vez de centrarse en aumentar la competitividad de las exportaciones, encontrándonos según como lo plantea Goldstein^{ix}, en un problema de cantidad contra calidad. Asimismo, estos dos autores, concluyen que el motivo anterior, sumado a: I) Una apreciación del dólar, que se tradujo debido al régimen cambiario fijo en una pérdida de competitividad y II) A la depreciación del yuan, aumentando la competitividad de las exportaciones de China; provocó una drástica disminución en el crecimiento de las exportaciones de estos países, afectando por ende la balanza comercial y deteriorando los déficit de cuenta corriente presentes en estos^x, los cuales alcanzaron niveles preocupantes. Por último, empeorando aún más la situación, una parte considerable de los flujos de capital correspondía a préstamos a corto plazo, lo que puso a los países a merced de los shocks externos, y a problemas de liquidez.

Finalmente, a raíz de las vulnerabilidades anteriormente mencionadas, inicia la crisis con la devaluación de la moneda tailandesa, motivada por un interés de los inversores internacionales de sacar su capital del país, lo que inundó el mercado cambiario y además implicó una reducción en la entrada de flujo de capital extranjero en el país (“*Sudden Stop*”), deteriorando aún más la moneda e implicando una reversión en el déficit de cuenta corriente (DCC), que acorde a Edwards^{xi}, tuvo un efecto mayor dado el régimen cambiario fijo anclado al dólar.

Dicho esto, podemos observar que, para Tailandia, los costos de la reversión del DCC fueron claros, así como la crisis cambiaria de tercera generación que se dio. Los costos abarcaron: I) Una fuerte reducción de la inversión^{xii}, tal como se puede ver en el gráfico^{xiii}, acompañado de un declive en el crecimiento II) Una fuerte devaluación del tipo de cambio, asociado a una crisis cambiaria^{xiv}, motivada por el movimiento de capitales III) Una crisis de reservas internacionales, utilizadas con el objetivo de prevenir la crisis cambiaria, comprando el exceso de moneda doméstica con reservas internacionales, fútilmente, dado que la depreciación fue muy fuerte^{xv}. Dicha situación, provocada por el “*Sudden Stop*” del flujo de capitales, culminó con el régimen cambiario fijo anclado al dólar, a pesar de los esfuerzos de mantenerlo debido al alto apalancamiento en moneda extranjera y las vulnerabilidades que esto conlleva; pasando a un régimen flexible, depreciando fuertemente la moneda, y, por ende, acorde al modelo de tercera generación de crisis cambiaria; provocando un empeoramiento en las hojas de balance de los bancos, los cuales se encontraron insolventes frente a la moneda depreciada, cayendo aún más el flujo de capitales. La crisis de Tailandia, que figura como una crisis bancaria y cambiaria (*twin crisis*), llevó a los inversionistas a pensar que, dada las similitudes (como se puede ver en los recuadros^{xvi}), con sectores financieros y empresariales poco sólidos, elevados déficit en cuenta corriente y gravosas cargas de la deuda externa; lo que pasó en Tailandia sucedería en los otros países de Asia con estos problemas, incentivando un masivo contagio de “*Sudden Stops*” en la región, que propago por la región la crisis siguiendo el mismo modelo de deterioro de las hojas de balance, con el colapso del sector bancario acompañado por la crisis cambiaria^{xvii}.

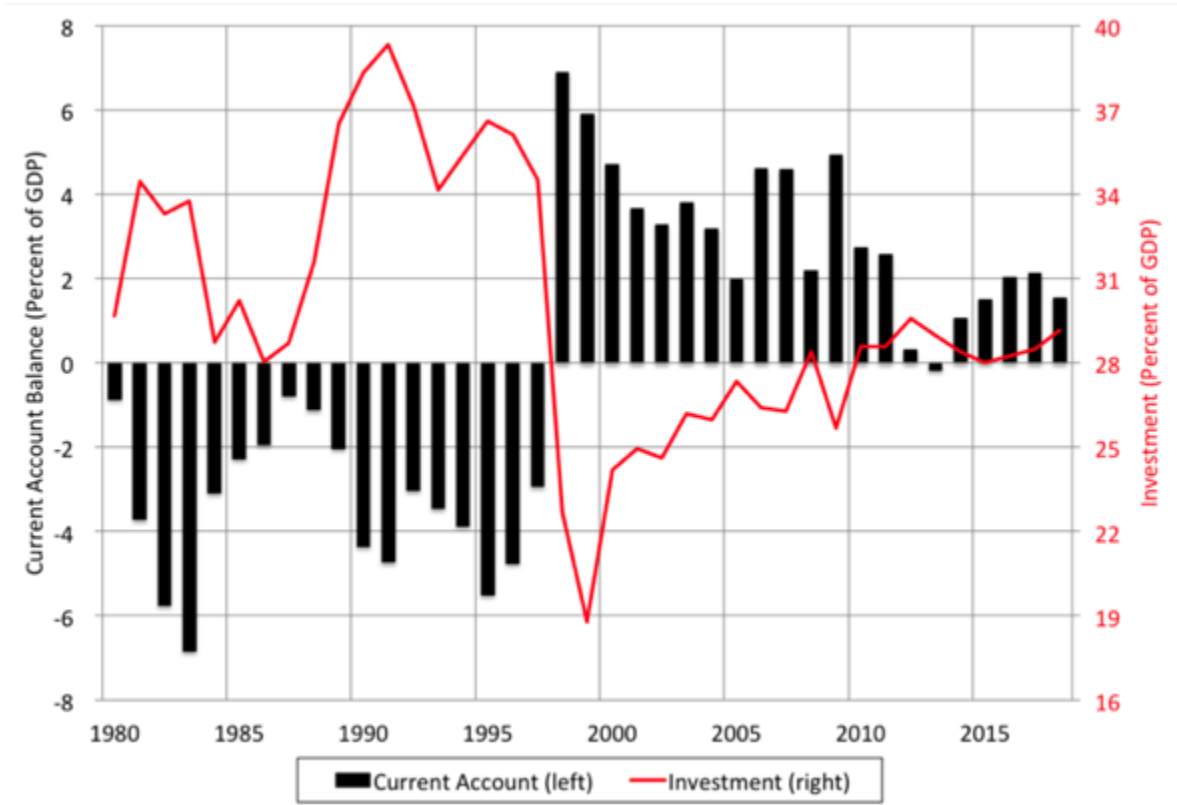
La respuesta inicial por los gobiernos locales consistió en tratar de mantener el anclaje al dólar, evitando la depreciación de la moneda. Lo anterior fue realizado a través del mecanismo anteriormente mencionado de la venta de divisas internacionales, con la esperanza de que la fuga de capitales cesare en algún momento, dada la insostenibilidad a largo plazo de esta medida. Sin embargo, cuando fue evidente que la fuga de capitales no cesaría, los gobiernos dejaron de defender sus tipos de cambio, permitiendo la flotación de sus monedas, aunque no sin antes haber reducido considerablemente o incluso agotado sus reservas internacionales. La salida del régimen cambiario fijo a una moneda más depreciada fue el causante del deterioro de las hojas de balance de los bancos y por ende del subsecuente colapso bancario y corporativo, dado que aumentó la carga de los pasivos denominados en moneda extranjera, profundizando aún más los efectos de la crisis, la bancarrota consecuente y la insolvencia de las entidades. La mayor crítica a los gobiernos resulta de no haber impuesto restricciones preventivas al apalancamiento, así como controles de capital o regulaciones financieras de solvencia, así como el acudir tardíamente al FMI, cuando ya habían agotado la mayoría de sus reservas, o el no haber escuchado las advertencias de este sobre la crisis preventivamente. Las medidas no se consideraron adecuadas, exceptuando la transición del régimen cambiario promovida por el FMI.

Por otra parte, la respuesta del FMI ha sido cuanto menos controversial, siendo uno de los puntos más destacados el haber promovido la transición de régimen cambiaron en los países afectados por la crisis, lo que finalmente llevó al colapso bancario y corporativo de estos. Por otra parte, se critican las medidas tomadas por el FMI en relación con el rescate planeado a estos países, de las cuáles destaca el dejar quebrar a toda entidad que no fuera solvente, lo cual fue ampliamente criticado, dado que negocios locales y entidades financieras quebraban en masa a medida que se expandía la crisis. Adicionalmente, es criticado el rol del FMI, por, en una primera instancia, tratar de recuperar la confianza de los inversionistas internacionales y atraer nuevamente flujos de capital extranjero, lo anterior subiendo las tasas de interés a corto plazo para frenar el deterioro del tipo de cambio, para luego bajarlas paulatinamente, lo que sin embargo no fue efectivo.

Aun así, el FMI, con su paquete de reformas y cambios estructurales pensados para los países afectados por la crisis^{xviii}, frente a las profundas depreciaciones sufridas por sus monedas, logró estabilizar el tipo de cambio antes de que se consolidara un círculo vicioso inflacionario, dado que, si se permite que los precios internos se disparen, la restricción monetaria que se requiere para lograr nuevamente la estabilidad de los precios tiene un costo demasiado alto. En conclusión, podemos decir que a pesar de que la respuesta del FMI a la crisis generó controversia y ha sido cuestionada, fue adecuada por eventualmente lograr controlar la crisis y evitar incurrir en costos superiores e indeseables para volver a la estabilidad.

Anexos:

Anexo 1: Gráfico IMF ASEAN-5



Anexo 2: Indicadores Económicos Seleccionados IMF

Corea:

Indicadores económicos seleccionados					
	1996	1997	1998	1999	2000**
(Variación porcentual)					
Crecimiento del PIB real	7,1	5,5	-6,7	10,7	8,0
Precios al consumidor (final de período)	4,9	6,6	4,0	1,4	1,8
(Porcentaje del PIB [el signo de menos indica un déficit])					
Saldo del gobierno central	0,0	-1,7	-4,4	-3,5	-3,0 ¹
Saldo en cuenta corriente	-4,4	-1,7	12,7	6,1	2,0
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)					
Deuda externa	164,4	158,1	148,7	136,0	129,6
(Porcentaje del PIB)					
Deuda externa	31,6	33,2	46,9	33,4	26,8

Fuentes: Autoridades indonesias y estimaciones del personal técnico del FMI.
 * Estimación.
 ** Proyección.
¹Para 2000 se tiene en cuenta el fondo de pensiones de los funcionarios públicos.

Indonesia:

Indicadores económicos seleccionados*					
	1996	1997	1998	1999	2000**
(Variación porcentual)					
Crecimiento del PIB real	8,2	1,9	-14,2	1,5 a 2,5	3 a 4
Precios al consumidor (promedio del período)	5,7	12,9	64,7	-0,6	5,4
(Porcentaje del PIB [el signo de menos indica un déficit])					
Saldo del gobierno central	1,2	-1,1	-2,2	-3,3	-4,8
Saldo en cuenta corriente	-3,4	-0,9	4,4	3,1	1,9
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)					
Deuda externa	127,4	135,0	149,9	147,6	149,1
(Porcentaje del PIB)					
Deuda externa	54,5	163,1	129,0	91,0	86,9

Fuentes: Autoridades indonesias y estimaciones del personal técnico del FMI.
 * Ejercicio, que se abre el 1 de abril y se cierra el 31 de marzo.
 ** Programa, presupuesto del período 1 de abril al 31 de diciembre.

Tailandia:

Indicadores económicos seleccionados*					
	1996	1997	1998	1999	2000**
	(Variación porcentual)				
Crecimiento del PIB real	5,9	-1,7	-10,2	4,2	4,5 a 5,0
Precios al consumidor (promedio de período)	5,9	5,6	8,1	0,3	3,0
	(Porcentaje del PIB [el signo de menos indica un déficit])				
Saldo del gobierno central***	1,9	-0,9	-2,4	-2,9	-3,0
Saldo en cuenta corriente	-6,0	-7,9	2,0	12,7	9,1
	(Miles de millones de dólares de EE.UU.)				
Deuda externa	90,5	93,4	86,2	76,0	67,8

Fuentes: Autoridades tailandesas y estimaciones del personal técnico del FMI.
 * Estimación.
 ** Proyección.
 *** Ejercicio, que se abre el 1 de octubre y se cierra el 30 de septiembre.

Anexo 3: Referencias Utilizadas

- ⁱ Macroeconomía, Teoría y Políticas. José De Gregorio, 2007.
- ⁱⁱ Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops. Sebastian Edwards, 2004.
- ⁱⁱⁱ Financial Fragility and the Exchange Rate Regime. Roberto Chang, Andres Velasco, 1998.
- ^{iv} La Crisis de Asia: Causas y Remedios - Finanzas y Desarrollo - Junio de 1999 - Bijan B. Aghevli - IMF.
- ^v Ibidem.
- ^{vi} Macroeconomía, Teoría y Políticas. José De Gregorio, 2007.
- ^{vii} La Crisis de Asia: Causas y Remedios - Finanzas y Desarrollo - Junio de 1999 - Bijan B. Aghevli - IMF.
- ^{viii} Macroeconomía, Teoría y Políticas. José De Gregorio, 2007.
- ^{ix} The Asian Financial Crisis, Chapter 2. Goldstein.
- ^x Ver anexo, gráfico del IMF ASEAN-5.
- ^{xi} Thirty Years of Current Account Imbalances, Current Account Reversals and Sudden Stops. Sebastian Edwards, 2004.
- ^{xii} "Por definición la cuenta corriente es igual a Ahorro nacional menos la Inversión ($-Se = Sn - I$), por lo tanto, una reversión fuerte del déficit en cuenta corriente provocará por contabilidad una fuerte caída en la inversión y por lo tanto del crecimiento". MIF 2016.
- ^{xiii} Ver anexo, gráfico del IMF ASEAN-5.
- ^{xiv} "La reversión del déficit en cuenta corriente, puede provocar una fuerte devaluación del tipo de cambio, dado por el movimiento de capitales". MIF 2016.
- ^{xv} "Para poder prevenir el caso anterior, un país puede tomar todas sus reservas internacionales y usarlas para generar estabilización del tipo de cambio. Sin embargo, si la devaluación es muy fuerte, puede que las reservas no sean suficientes o el país agote gran parte de ellas intentando estabilizar la economía". MIF 2016.
- ^{xvi} Ver anexo, cuadros indicadores económicos seleccionados del IMF.
- ^{xvii} De Gregorio explica el mismo modelo de una "Twin Crisis" en su libro anteriormente mencionado, específicamente para un régimen cambiario fijo.
- ^{xviii} Recuperación Tras la Crisis Asiática y papel del FMI. FMI, 2000.