

Vulnerabilidad Financiera: Lecciones de la Crisis Asiática para América Latina

Vittorio Corbo *

**Comentarios:
Juan Carlos Requena
Javier Nogales
Gonzalo Chávez**

* Profesor de la Pontificia Universidad Católica de Chile

I. INTRODUCCIÓN

La crisis asiática ha sido toda una sorpresa, tanto por los países que han sido afectados, como por su intensidad y su extensión regional. Esto no es de sorprender dado que los indicadores tradicionales típicos que se usaban para anticipar una crisis (bajo crecimiento, altos déficits fiscales, alta inflación, bajas tasas de ahorro, bajas tasas de inversión) no estaban presente en estos países (Tabla # 1). Tal vez el único indicador tradicional preocupante eran los altos déficits en cuenta corriente de Tailandia y Malasia. Pero incluso para estos países se podía argumentar que estos déficits eran la consecuencia directa de altas tasas de inversión más que de niveles insostenibles de consumo y, por lo tanto, eran sostenibles.

Tabla 1
Indicadores de Asia

Países	BP/Q	CC/Q	I/Q	S/Q	TCR*	$\Delta X/X$	Inflación
CHINA	-0,9	-0,7	39,2	38,5	-	1,6	6,1
COREA	1,0	-4,9	36,5	31,6	113,6	4,1	5,0
FILIPINAS	-0,5	-3,5	26,5	23,0	87,3	22,0	8,4
INDONESIA	0,0	-3,3	36,3	33,0	96,9	4,8	6,6
MALASIA	-0,5	-6,5	37,2	30,7	90,1	6,7	3,5
SINGAPUR	8,6	15,7	40,0	55,7	87,1	6,1	1,4
TAILANDIA	1,5	-7,5	45,4	37,9	95,7	-1,4	5,9
TAIWAN*	0,2	2,7	25,2	27,9	111,1	3,7	3,1

BP=balance público;Q=PIB;CC=saldo cuenta corriente;

I=inversión;S=ahorro;TCR=tipo de cambio real (1990=100);

X=exportaciones

Además, el modelo de desarrollo de estos países –llamado modelo asiático– se había destacado por muchos analistas como el camino más seguro y recomendable para alcanzar un crecimiento sostenido con reducción de la pobreza. Estudios recientes muestran que no había mucho de milagro en este modelo dado que la mayor parte del crecimiento se explica por los aumentos en la inversión y en el empleo.

Por el contrario, la mejora sostenida en la productividad total de factores, que es un factor determinante en la sostenibilidad del crecimiento era muy pequeña. Si hubo milagro, éste se refiere más a la capacidad para extraer de

la población altísimas tasas de ahorro que a la eficiencia en el uso de los recursos.

Las altas tasas de crecimiento escondieron las ineficiencias de las políticas seguidas haciendo que, en último término, se sobredimensionara la importancia de la contribución al crecimiento de la intervención del estado en política industrial y en la asignación de crédito. Los mismos que habían vendido el modelo asiático como el modelo más apropiado para alcanzar un desarrollo sostenido liderado por un estado “inteligente” son los que hoy atribuyen la crisis a la mala suerte. Así, no es de sorprender que algunas explicaciones de las causas de esta crisis traten de defender posturas tomadas en el pasado y por lo tanto el análisis de las causas de esta crisis ha tomado tanto o más espacio que el de las formas de salir de ella.

La profundidad y la forma que ha tomado la crisis ha estado determinada, en gran medida, por un fuerte cambio en los flujos netos de capitales. Para los cinco países más afectados, Tailandia, Corea, Indonesia, Malasia y las Filipinas, el cambio en los flujos de capitales alcanzó un 11% de su PIB combinado entre 1996 y 1997. Este cambio abrupto en los flujos de capitales refleja un cambio en las expectativas de los agentes económicos con respecto a la rentabilidad esperada de sus inversiones en la región. Cambio que refleja más que nada un aumento en las expectativas de depreciación de las monedas locales.

En este trabajo se presenta primero, en la segunda sección, una revisión de las principales interpretaciones que se han presentado sobre esta crisis. Después, en la tercera sección, se revisa el progreso de la crisis y las proyecciones para el año 1998 y 1999. Finalmente, en la cuarta sección, se presentan las principales lecciones para América Latina.

II. INTERPRETACIONES DE LAS CAUSAS DE LA CRISIS

Algunos presentaban el modelo económico de los países asiáticos que hoy están en crisis como un ejemplo de los éxitos de economías de mercado abiertas al comercio, otros las usaban para defender las bondades de la intervención del estado en política industrial y asignación del crédito, mientras que otros las mostraban como un modelo capitalista ideal donde las decisiones de inversión eran de más largo plazo y no estaban obligadas a

responder a las presiones de corto plazo ejercidas por los mercados accionarios tradicionales¹.

Así no es de sorprender que la discusión de las causas de la crisis y de los remedios para superarla haya dado lugar a posiciones muy contrapuestas.

El profesor Jeffrey Sachs de la Universidad de Harvard, que dirigió el año pasado el Informe sobre Competitividad Global donde le puso altas calificaciones a los países asiático, en un trabajo reciente (Radelet y Sachs, 1998) atribuye la crisis a un pánico financiero sin bases reales. En este caso, la crisis fue pura mala suerte y la medicina adecuada hubiese sido el financiar a los bancos para detener la corrida bancaria.

Mientras que el profesor de la Universidad de Stanford, y hoy Economista Jefe y Vice Presidente Senior del Banco Mundial, Joseph Stiglitz - quién había defendido las políticas industriales y de intervención financiera de los países asiáticos- la atribuye a una liberalización financiera apresurada (Stiglitz, 1998).

Martin Feldstein afirma que la crisis fue principalmente de balanza de pagos y se originó en la combinación de altos déficits en cuenta corriente con tipos de cambio fijos o semi-fijos (Feldstein, 1998). La crisis explotó cuando los inversionistas (locales y extranjeros) llegaron al convencimiento que estos países iban a ser incapaces de servir su deuda externa. La posición de Feldstein es que para enfrentar sus problemas estos países requerían implementar políticas de demanda agregada para reducir sus déficits en cuenta corriente y reprogramar sus deudas. Lo que más cuestiona Feldstein es que la reprogramación de la deuda externa, al igual que en América Latina en los 80s, se podía haber hecho directamente por los acreedores sin la necesidad de la intervención del FMI con recursos y con políticas de ajuste. Además sostiene que al incluir en los programas de ajuste una serie de medidas estructurales encaminadas a abrir los países a la competencia de sus sectores financiero y real, como también la reestructuración de su sistema financiero y corporativo, se fue mucho más allá de medidas de ajuste necesarias para enfrentar los problemas de balanza de pagos y se incursionó peligrosamente en la política interna de los países.

¹ Sin embargo, hay que destacar que el modelo asiático, con alto intervencionismo del estado en todas las áreas de la economía, es muy diferente al que ha adoptado en los últimos años América Latina (Corbo, 1998).

Pero esto no es todo, a Martin Feldstein le complica también que el Fondo Monetario Internacional (FMI) provea de financiamiento para evitar una cesación de pagos de los países en crisis por su efecto de riesgo moral en la asignación internacional de crédito.

El profesor Paul Krugman del MIT, quién había anticipado una desaceleración del crecimiento de estos países (pero no una crisis) debido a su baja tasa de crecimiento en la productividad total de factores, atribuye la crisis a un sistema de incentivos que llevó a la sobre inversión en proyectos de alto riesgo. Esto último fue facilitado por un sistema financiero que estaba plagado de problemas de riesgo moral resultante de un sistema implícito o explícito de rescate de la banca por el sector público (Krugman, 1998).

Finalmente, Fischer (1998) resalta tanto los problemas de los altos déficits en cuenta corriente (especialmente en Tailandia) como de los sistemas financieros débiles, con falencias de información y con una muy pobre supervisión y regulación.

Comparto gran parte de la hipótesis de Krugman, hipótesis que tiene mucho en común con la interpretación de la crisis chilena de comienzos de los ochentas (Corbo, 1985). Habría que agregar, eso sí, el efecto de los shocks externos tanto en la crisis de los 80s como en ésta². Esta vez el shock externo de Asia emergente fue la desaceleración de Japón, la fuerte apreciación del dólar y las bajas tasas de interés de Japón. Fenómenos que están altamente interconectados entre sí. Fue este shock externo el que contribuyó a una fuerte desaceleración del crecimiento de las exportaciones (Ver tabla #1).

Las crisis financieras -como los accidentes aéreos- tienen múltiples causas que van desde el diseño de las políticas e instituciones hasta las fallas humanas en su manejo. Después de un año del inicio de la crisis hoy ya sabemos mucho más de sus orígenes. Entre sus causas habría que destacar primero la existencia de un sector financiero muy pobremente regulado y supervisado que facilitó una fuerte expansión del crédito. Esta expansión del crédito llevó a booms de consumo e inversión resultando en altos déficits en cuenta corriente y una burbuja en los precios de activos mobiliarios e inmobiliarios.

² . Para una estimación del efecto de los shocks externos en la crisis de los 80s en el Cono Sur de América Latina ver Corbo y de Melo, 1987.

El mantenimiento de tipos de cambio fijo o semi-fijos facilitó esta expansión del crédito al proveer de un seguro cambiario implícito al endeudamiento externo. Además, una vez que se desató la crisis en Tailandia, los inversionistas pusieron más atención en la evaluación de sus riesgos (cartera vencida de la banca, M2 a reservas internacionales, deuda de corto plazo a reservas internacionales etc. etc.), en las relaciones poco transparentes entre bancos y empresas y entre el gobierno y las empresas.

La falta de transparencia en las relaciones y en la información hicieron muy difícil la evaluación de los sistemas financieros y aceleró la salida de capitales. La súbita salida de capitales precipitó la crisis al llevar a pronunciados ajustes cambiarios y correcciones pronunciadas en los precios de activos.

Las bajas tasas de interés en Japón y Europa proporcionaron un incentivo adicional a los flujos de capitales hacia la región al buscar los intermediarios financieros de estos países oportunidades de inversión en los países de Asia emergentes. Países estos últimos, que por sus impresionantes logros en términos de crecimiento se veían como tremendamente atractivos en la combinación riesgo retorno de las inversiones. Errores en manejo macroeconómico hicieron también su contribución al estallido final de la crisis.

Aquí habría que destacar la pobre supervisión y regulación financiera que en sistema de tipos de cambio fijo incentivó una desmesurada expansión de crédito interno y una burbuja en los precios de los activos. En el caso particular de Tailandia, el error final fue la fuerte expansión en la emisión, con un sistema de tipo de cambio fijo, para rescatar a sus financieras. En estas circunstancias no es de extrañar la fuerte salida de capitales que se originó dado que no había razones para suponer que la demanda por emisión había aumentado en forma paralela.

Una vez que la crisis se desató en Tailandia, hubo un efecto contagio al resto de la región a través de pérdidas de competitividad y disminución de la disponibilidad y aumento del costo del financiamiento externo. Esto último se hizo más evidente cuando los inversionistas externos analizaron con más cuidado los sistemas financieros de los países vecinos. Como todo contagio, este afectó más a los países más vulnerables. Estos últimos eran los países que tenían indicadores financieros más pobres, incluyendo grandes posiciones cambiarias no cubiertas.

En este contexto, es importante destacar que también hay países en Asia que han sufrido mucho menos que Corea, Indonesia, Malasia, Tailandia y las Filipinas. Estos países son Taiwan, Singapur, Hong Kong y China. Estos países tienen superávits en su cuenta corriente, baja deuda externa de corto plazo, bancos y sistemas financieros más sólidos -con la excepción de China- y sistemas cambiarios más flexibles (Taiwan y Singapur).

Una vez que se desató la crisis, dado su carácter financiero y la fuerte salida de capitales que la acompañó, cualquier programa de ajuste tenía que estar orientado a estabilizar el mercado cambiario. Esto último requirió tener inicialmente altas tasas de interés. El ajuste fiscal introducido en los programas de ajuste apoyados por el Fondo Monetario Internacional es bastante más cuestionable. Los aumentos en las tasas de interés, la salida de capitales y la caída de precios de activos ya tenían suficientes elementos contractivos como para contribuir a reducir el dinamismo del gasto interno y a mejorar el saldo de la cuenta corriente.

Además, la desaceleración de la actividad económica estaba llamada a generar un deterioro transitorio de la situación fiscal por encima del que se requería para financiar los rescates de sus sistemas financieros. Dada la baja deuda pública se puede afirmar que los gobiernos de la región tenían suficiente capacidad para financiar estos déficits transitorios sin necesidad de agregar a la recesión los efectos de un ajuste fiscal. Estos ajustes fiscales se pueden justificar, eso sí, como una forma de otorgar credibilidad a los agentes económicos en el sentido que los ajustes cambiarios iniciales no resultarán en una peligrosa aceleración de la inflación.

III. EL PROGRESO DE LA CRISIS

En los países asiáticos en crisis, las caídas de producto han resultado mucho más pronunciadas de lo inicialmente anticipado. A esto último contribuyen las restricciones crediticias y la reestructuración que ha sido necesario introducir como respuesta a la nueva realidad de precios relativos y de acceso al financiamiento externo. En cuanto al progreso en la resolución de la crisis, ahora que las crisis de balanza de pagos se han estabilizado, comienza la dura tarea de la reestructuración de los sectores financieros y de las empresas. En estos países se requiere, al igual que sucedió en la economía chilena en el período 1982-1984, reconstruir los sistemas financieros y proceder a reprogramar la deuda interna de las empresas viables pero ilíquidas y ejecutar a las no viables. Esta tarea no es nada de fácil, pero tanto Tailandia como Corea ya han comenzado a llevarla a cabo.

De otra parte, Indonesia y Malasia están recién comenzando sus ajustes, mientras que las Filipinas, que en los últimos 10 años ya había reconstruido su sistema financiero, no necesita mucho ajuste y sólo se desacelerará como resultado de la crisis en su vecindario. Algo parecido pasa en Taiwan, que también había fortalecido su sistema financiero, después de la crisis financiera que se desató en los 80s, y que además no había abusado tanto de la intervención del estado en la selección de proyectos de inversión como fue el caso de sus vecinos de Asia. La fuerte depreciación del yen en los primeros nueve meses de 1998 afectó negativamente a Corea y Taiwan, dado que las exportaciones de estos dos últimos países compiten en terceros mercados con las japonesas.

Las caídas de producto que se han observado hasta ahora muestran los efectos dramáticos del colapso del financiamiento externo y de la crisis cambiaria y financiera que siguió (Tabla #2). Las perspectivas de crecimiento para el año 1998 como un todo también son bastante negativas (Tabla #3).

Tabla 2
Crecimiento del PIB
(Tasa Anualizada de Variaciones entre Trimestres)

País	1997.2	1997.3	1997.4	1998.1
Corea	5,2	5,4	-4,4	-24,2
Hong Kong	6,5	-2,0	-6,4	-5,6
Filipinas	5,6	4,7	4,7	-5,2
Malasia	8,0	3,6	8,9	-23,5
Indonesia	1,3	-3,7	4,6	-24,2

Tabla 3
Crecimiento en Asia
(Tasa Anualizada de Variaciones entre Trimestres)

País	95	96	97	98	99
China	10,5	9,7	8,8	(10,7) (10,3) (9,0) (7,9) (7,3) 7,2	7,5
Corea Sur	9,0	7,1	5,5	(6,9) (6,5) (1,8) (-1,3) (-3,8) -6,7	-0,3
Filipinas	4,8	5,7	5,1	(6,2) (6,1) (3,7) (2,3) (1,9) -0,6	0,6
Indonesia	8,2	7,8	4,6	(7,5) (7,6) (3,0) (-4,9) (-13,4) -16,5	-3,7
Malasia	9,5	8,2	7,8	(8,3) (8,0) (3,9) (1,5) (-1,7) -4,8	-0,3
Singapur	8,8	7,0	7,8	(7,2) (7,2) (5,1) (3,0) (1,2) 0,0	-1,0
Tailandia	8,7	6,7	-0,3	(7,1) (4,2) (-1,3) (-3,5) (-6,4) -7,9	-0,4
Taiwan	6,0	5,7	6,8	(6,3) (6,4) (6,3) (5,8) (5,3) 4,8	4,2

Proyecciones del Consensus Forecasts: Enero Julio y Diciembre 1997, Marzo, Junio, Octubre 1998

Las malas noticias con respecto a caídas de producto ya se han realizado pero el aumento del desempleo continuará. En las etapas iniciales el desempleo subía como resultado de la contracción del gasto que siguió a la baja abrupta del financiamiento externo, ahora el desempleo comienza a aumentar como resultado de la reestructuración económica a la nueva estructura de precios relativos.

IV. LECCIONES PARA AMÉRICA LATINA

Por mucho tiempo se estarán escribiendo trabajos sobre las causas de la crisis y las razones por las cuáles prácticamente nadie fue capaz de predecirla. Algunos de estos trabajos tratarán de sacar lecciones de cómo evitar crisis en el futuro. Sin embargo, al igual que accidentes de trenes, crisis siempre se presentarán y lo más que se puede hacer es aprender de las

crisis (y de los accidentes de trenes) para mejorar el diseño y las instituciones para disminuir la frecuencia y la intensidad de estas.

Transcurridos ya 12 meses desde el comienzo de la crisis en Tailandia podemos sacar algunas lecciones preliminares sobre las causas de esta crisis y sobre el tipo de políticas que pueden disminuir la vulnerabilidad de un país. Estas lecciones se basan no sólo en la experiencia de los países que tuvieron crisis sino que también en lo que hemos aprendido en los últimos 30 años sobre políticas económicas.

En el lado de indicadores tradicionales de los fundamentos macroeconómicos de un país se debe resaltar la importancia de lograr inflaciones bajas y predecibles y déficits en cuenta corriente y niveles de deuda externa que garanticen la capacidad del país de servir su deuda externa. Los sistemas cambiarios tienen que ser lo suficientemente flexibles para evitar que subsidios cambiarios implícitos y para facilitar ajustes ante shocks externos o cambios en las paridades de las monedas de los principales países industriales.

De hecho, en un mundo en el cual los mercados de capitales se han globalizado es cada vez más difícil mantener sistemas cambiarios rígidos (Obstfeld y Rogoff, 1995). También no hay que descuidar la evolución de los precios de activos dado que movimientos alcistas pronunciados pueden ser el síntoma de una expansión excesiva del crédito cuya corrección futura puede llevar a una crisis.

Por el lado microeconómico, entre los elementos centrales que alimentaron la vulnerabilidad habría que destacar el sistema de incentivos operantes en el sistema financiero, donde el estado jugaba un papel central en dirigir el crédito hacia industrias estratégicas sin suficiente preocupación por la calidad de los proyectos. En muchos casos esto se vio agravado por sistemas de información que ocultaban la verdadera dimensión de los problemas financieros de las instituciones financieras y de las firmas generando una gran incertidumbre acerca de la profundidad y extensión de los problemas verdaderos de las firmas y de los bancos. En el caso particular de Corea la poca preocupación de los bancos por el alto endeudamiento de los conglomerados creó una situación de extrema dependencia y vulnerabilidad al cambio de condiciones en los mercados financieros.

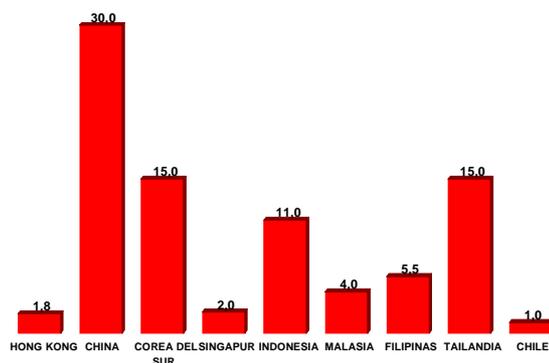
En otros casos la interacción de tipos de cambio fijos o semi-fijos con una débil regulación y supervisión financiera, alimentó la expansión desmesurada

del crédito en sistemas donde los depositantes no tenían los incentivos adecuados para evaluar la calidad de los bancos a los cuales confiaban sus depósitos. Esto último fue el resultado de la política pública de rescatar bancos que entraran en dificultades. Una prueba fehaciente de esto es que antes de la crisis la cartera vencida de los bancos en los tres países más golpeados alcanzaba a sobre el 10% de las colocaciones (Gráfico # 1).

Este sistema de expansión del crédito sin una evaluación adecuada de los proyectos llevó a una burbuja en el precio de los activos y a altas tasas de inversión tanto en capital fijo como en la construcción. Pero la eficiencia de esta inversión resultó ser muy baja.

La principal lección que surge en este punto es la importancia de tener sistemas financieros sanos, sólidos y bien disciplinados. Para esto se requiere tener un buen sistema de información sobre la calidad de los créditos y sobre los riesgos que asumen los intermediarios financieros. Pero eso no es todo, se requiere también fortalecer las instituciones encargadas de regular y supervisar al sistema financiero, y en particular al sistema bancario.

Gráfico 1
Cartera Vencida
(% de las Colocaciones)



Estas instituciones tienen que tener la capacidad, independencia y autoridad para evaluar la calidad y los riesgos de las carteras de activos de los bancos con un criterio dinámico, así como también deben tener la capacidad y apoyo político para controlar prácticas de créditos relacionados, para exigir

una capitalización adecuada a los bancos y para asegurarse que instituciones que han perdido una parte importante de su capital, como para exacerbar problemas de riesgo moral o selección adversa, sean suspendidas o capitalizadas en forma expedita.

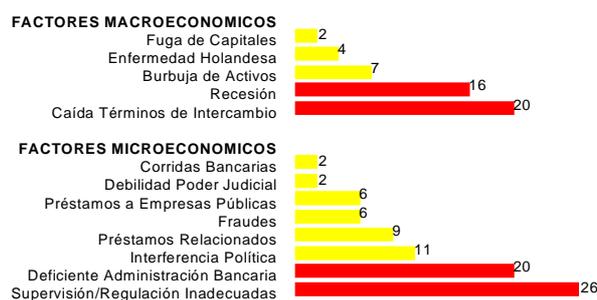
De hecho, la crisis comenzó en Tailandia, el país donde los desequilibrios macroeconómicos eran más pronunciados y donde más se había abusado políticamente del sector financiero. Además, como se mencionó antes, cuando el sector financiero entró en dificultades el gobierno llevó a cabo un salvataje masivo de un grupo de financieras con un fuerte aumento del crédito del Banco Central.

Este fuerte aumento del crédito llevó a una pérdida de reservas internacionales que alimentó un ataque especulativo contra el tipo de cambio fijo; al anticipar los agentes económicos que la sostenibilidad del sistema cambiario imperante estaba cuestionada. Una vez que estalló la crisis en Tailandia la propagación de esta alcanzó a las economías más vulnerables; esto es las economías que tenían los sistemas financieros más débiles, que tenían una fuerte dependencia del crédito externo de corto plazo, o que competían en terceros mercados con las exportaciones Tailandesas.

La importancia de tener un buen sistema de supervisión y regulación financiera es también una vieja lección de las causas de crisis financieras anteriores a la asiática.

En un estudio reciente de los factores determinantes de crisis financieras (Caprio y Klingebel, 1996) usaron información sobre 29 casos de insolvencia bancaria recurriendo tanto a información pública de las instituciones mismas como a entrevistas de expertos en los respectivos países. Los autores separan entre factores macroeconómicos y microeconómicos y la principal conclusión es que los principales factores asociados a insolvencia bancaria han sido por el lado macroeconómico caída en términos de intercambio y recesiones en ese orden. Por el lado microeconómico, los principales factores han sido una inadecuada supervisión y regulación, en 26 de los 29 casos, seguida de una deficiente administración del banco respectivo (Gráfico # 2).

Gráfico 2
Factores Determinantes de la Insolvencia Bancaria



Estos resultados refuerzan nuestra principal recomendación. Estabilidad macroeconómica y una buena supervisión y regulación bancaria son factores claves para reducir la frecuencia de las crisis, como también para enfrentar mejor shocks externos e internos inesperados. Para países pequeños el desarrollo de un sistema bancario eficiente y sólido se facilita también con la apertura financiera dado que la manera más apropiada de diversificar riesgos asociados a caídas de términos de intercambio y a recesiones no causadas por shocks externos es a través de una diversificación de los riesgos permitiéndole a los bancos incursionar en el exterior a través tanto de préstamos como de inversiones. La paradoja es que el permitirle diversificar sus riesgos a través de la internacionalización es también una fuente para diversificar riesgos asociados a shocks específicos al país.

Otra área donde habían problemas en Asia era en el proceso de selección de proyectos lo cuál había llevado a una sobreinversión, altas tasas incrementales de capital a producto y bajas tasas de mejoras de productividad. De hecho este último punto es el que ya habían destacado a comienzos de los 90s los profesores Young, Lau y Krugman (Krugman,1994).

Para lograr una mayor eficiencia de la inversión se requiere que los precios reflejen los verdaderos costos de oportunidad en la economía. Para el caso de bienes y servicios transables esto se logra a través de promover la apertura externa con aranceles bajos y parejos para que los precios de los bienes transables y la asignación de recursos a este sector esté gobernada por los precios internacionales. En el caso de los sectores no transables se deben aprovechar las innovaciones tecnológicas para promover la competencia. Esto es especialmente así en las áreas de servicios de utilidad pública como telecomunicaciones, electricidad, agua y saneamiento.

El estado en vez de intervenir en la asignación de crédito, en la promoción de programas específicos de inversión y en restringir la competencia tiene que concentrar su acción en garantizar la estabilidad macroeconómica y proveer la institucionalidad que promueva la competencia. El estado también tiene un papel importante que jugar en facilitar el proceso de innovación y adaptación tecnológica a través de su apoyo a este tipo de actividades que si tiene un carácter de bien público. Finalmente también tiene un papel en facilitar el acceso de los grupos más desprotegidos a la educación y la salud básica. Tal vez la principal fortaleza que tienen los países asiáticos, y que no se ha perdido con la crisis, es el alto nivel de su capital humano. Esto último se ha logrado a través de la inversión tanto del estado como de las familias en educación y salud.

El tipo de políticas articuladas más arriba forman parte del nuevo modelo de desarrollo que se ha ido instaurando en los países en desarrollo y que cuenta con el beneplácito de la mayoría de los economistas profesionales. De hecho, este es el nuevo modelo que se ha estado aplicando con tanto éxito en América latina.

Así, la teoría y la evidencia empírica sugieren ciertos pre-requisitos para lograr un crecimiento sostenido con reducción de la pobreza. Estos pre-requisitos forman parte hoy de un verdadero consenso profesional sobre el tipo de políticas económicas que conducen a un crecimiento sostenido con reducción de la pobreza extrema. Este consenso, unido al éxito de países que han implementado este tipo de políticas y al hecho que en años recientes un grupo cada vez más grande de países en desarrollo hayan iniciado cambios en sus políticas económicas e instituciones que siguen un patrón muy similar, ha dado un gran impulso a los procesos de reformas.

Los pre-requisitos para recuperar el crecimiento sostenido con reducción de la pobreza extrema se pueden agrupar en seis categorías: (1) logro y mantención de una estabilidad macroeconómica con inflaciones bajas y predecibles y un déficit en cuenta corriente sostenible; (2) un sistema apropiado de precios que refleje los valores económicos de bienes y servicios; (3) un sistema financiero sólido que facilite la intermediación de recursos hacia los proyectos más rentables y que mantenga los problemas de riesgo moral y selección adversa controlados; (4) una adecuada infraestructura física unida a una buena base de capital humano; (5) altas tasas de inversión y de ahorro nacional y finalmente, (6) un aparato institucional que promueva un marco estable y creíble de políticas para la inversión y que contribuya a aumentar la productividad de la economía como un todo.

En cuanto a manejo económico es conveniente tomar shocks negativos como más permanentes y ajustar las políticas de acuerdo a las nuevas circunstancias. En un mundo cada vez más globalizado tiene grandes ventajas el integrarse al resto del mundo y además no existe la opción de aislarse. Sin embargo, en este mundo globalizado la consistencia de las políticas y la capacidad de reacción de las autoridades económicas sufren el escrutinio diario de los mercados.

Referencias

- Caprio, Gerard y Daniela Klingebiel (1996). Annual Bank Conference Development Economics, 79-104.
- Corbo, Vittorio (1985), "Reforms and Macroeconomic Adjustment in Chile during 1974-84." World Development 13 (August) ; 893-916. Oxford: Pergamon Press Ltd.
- _____,y Jaime de Melo (1989). External Shcks and Policy Reforms in the Southern Cone : A Reassessment." En Debt, Stabilization and Development (editores) Guillermo Calvo y otros, 235-258. Oxford y Nueva York: Blackwell.
- _____, (1998). "Latin America: A New Model." En Markets and Government: In Search of Better Coordination. (editores) K. Odaka y J. Teranishi, 15-44. Tokyo: Maruzen Co. Ltd.
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF." Foreign Affairs (March/April); 20-33.
- Fischer, Stanley (1998), "The IMF and the Asian Crisis." Mimeo, IMF, March 20.
- Krugman, Paul (1994), "The Myth of Asia's Miracle." Foreign Affairs (November/December).
- _____, (1998), "What happened to Asia?." Mimeo, MIT, January.
- Obstfeld, Maurice y Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed exchange rates." Journal of Economics Perspectives, 9 (Fall): 73-96.
- Radelet, Steven y Jeffrey Sachs (1998), The onset of the East Asian financial crisis." Mimeo, HIID, February.
- Stiglitz, Joseph (1998), "Sound Finance and Sustainable Development in Asia" Mimeo, The World Bank, March 12.

COMENTARIOS

Juan Carlos Requena, ex Director de UDAPE

El documento del Profesor Corbo introduce algunos aspectos que lo diferencian de otras explicaciones efectuadas sobre la crisis asiática. En términos generales, la gran explicación de ésta ha sido la pobre regulación financiera existente en los países mas afectados como Tailandia, Corea del Sur e Indonesia.

Sin embargo, otros aspectos han debido encontrarse relativamente bien; no de otra forma se explican los notables logros macroeconómicos obtenidos por esos países en materia de crecimiento, exportaciones, niveles de inversión y de ahorro. A éstos, deben agregarse también otros logros no siempre citados con igual énfasis: reducción de pobreza, incremento en los niveles de educación y salud y provisión de infraestructura social y física.

Analizando estos sorprendentes resultados en materia económica y social durante treinta o cuarenta años de aplicación de un modelo, se entiende porqué economistas como Sachs y Stiglitz atribuyen la crisis, el primero, a un pánico financiero sin bases reales y el segundo, a una liberalización financiera apresurada. Si seguimos la línea de estos dos economistas, una primera conclusión que resalta aquí es que si junto a la intervención del estado en materia financiera, hubieran existido créditos dirigidos, tasas subsidiadas y actividades económicas priorizadas frente a otras, hubiera también existido un mayor celo en materia de regulación financiera por parte de esos países; quizás tendríamos otros treinta años de aplicación del modelo y quizás otros 30 años del famoso milagro asiático.

¿Porqué?. Si se hubieran tomado las previsiones del caso para evitar que las carteras vencidas crezcan hasta los niveles que lo hicieron a través de un mayor control a la banca y si ésta a su vez, hubiera valorado mejor los riesgos que tomaba, probablemente entonces no se hubiese dado la crisis.

Sin embargo, aunque el Dr. Corbo reconoce que la pobre regulación financiera explica parte importante de la crisis, ésta -y aquí es donde creo que está la diferencia en la explicación habitual de dicha crisis- no es la única explicación y, más aún, puede haber sido consecuencia de problemas no analizados con anterioridad y con la debida atención.

En este sentido, el Dr. Corbo se adhiere a la hipótesis de Paul Krugman, quien aunque no había anticipado una crisis de las magnitudes observadas, sí había anticipado una desaceleración en el crecimiento de estos países debido a la aplicación de un sistema de incentivos que llevó a la sobre inversión en proyectos de alto riesgo, que fue facilitado por un sistema financiero que estaba plagado de problemas de riesgo moral, como resultante de un sistema implícito o explícito de rescate de la banca por parte del sector público.

En realidad, Krugman y Corbo dudan del modelo en sí y no sólo de su sistema financiero, puesto que el modelo estaba basado en fuertes intervenciones estatales directas e indirectas a través de políticas industriales dirigidas y de intervenciones en el sistema financiero.

La hipótesis que plantean es que ese modelo se agotó y provocó ineficiencias que en el largo plazo iban de todas maneras a desembocar en la desaceleración de las tasas de crecimiento. Un fuerte argumento que apoya esta hipótesis es la baja tasa de crecimiento de la productividad total de los factores. Precisamente este es un indicador que deberíamos analizar con mayor atención especialmente cuando se hacen análisis de crecimiento de largo plazo.

Esto implica que no sólo debemos mirar las altas tasas de incremento de la relación capital / producto o lo que es parecido, una alta relación de la inversión con respecto al PIB; puesto que cuando éstas se mantienen demasiado elevadas durante largos períodos de tiempo, si no están acompañadas por ganancias de productividad, pueden estar ocultando ciertas ineficiencias.

En realidad y aunque esto pueda sonar paradójico, eso fue lo que mostraron los seis países socialistas durante muchas décadas: altas tasas de inversión pero bajas tasas de productividad. En el caso de Tailandia, la relación inversión / PIB que muestra el Dr. Corbo en su documento alcanzó más del 45%. Sin embargo, esta relación fue acompañada también por una elevada relación del ahorro nacional con respecto al PIB: alrededor del 38%, la diferencia fue financiada con ahorro externo o lo que es lo mismo, con déficits en la cuenta corriente de la balanza de pagos de cerca del 7% del PIB.

Como resultado de altas inversiones, Tailandia logró tasas sorprendentes de crecimiento durante muchos años. Pero si hubiera prestado mayor atención a la evolución, por ejemplo, de la productividad de sus factores, quizás

hubiera realizado correcciones para evitar el abuso de ciertos instrumentos: créditos dirigidos, políticas industriales dirigidas, etc. Bajo los criterios analizados, la pobre regulación fue un elemento importante en la explicación de la crisis financiera, pero no fue el único que la provocó. Tal como hemos visto, hubieron elementos que indicaban que a la larga, el modelo asiático tendía a agotarse. Es decir, la falta de regulación financiera aceleró un proceso que ya se veía venir.

Sin alejarnos del entorno asiático, Taiwan es un país que podría utilizarse en alguna medida, como ejemplo contrario de lo realizado por otros países de esa región. Como menciona el Dr. Corbo en su documento, Taiwan es un país que no abusó tanto de la intervención estatal y que tomó provisiones para fortalecer su sistema financiero después de una crisis que lo afectó durante la década de los ochenta. Como sabemos, Taiwan es también un país que viene registrando elevadas tasas de crecimiento en las últimas décadas.

Sin embargo, su relación de inversión con respecto al PIB no fue tan elevada como la de Tailandia: 28% versus un 44% de Tailandia; pero también mostraba tasas de ahorro de alrededor del 28% del PIB -mayor que la inversión que requería- mostrando que en realidad, estaba financiando inversiones de otros países. Así, mientras los pronósticos para Tailandia son de decrecimiento para este año y el siguiente, los mismos son más bien de crecimiento para Taiwan, aunque a tasas menores que en años anteriores, debido a los efectos de la crisis en el resto de países asiáticos.

¿Cuál es entonces la diferencia entre Taiwan y los otros países de la región?. Primera, utiliza mecanismos mucho más cercanos a los de mercado, en comparación a los observados en otros países asiáticos; segunda, practica una intervención medida en la economía en general y tercera, tiene un mayor crecimiento en la productividad de sus factores de producción.

Ahora quisiera enfatizar en las recomendaciones del profesor Corbo, relacionadas con las lecciones que nosotros deberíamos considerar. El presta mayor atención a la evolución del sistema financiero y a una menor intervención del estado en el mismo, dado que en general, en los países asiáticos, el estado tomó un rol central de dirigir el crédito hacia industrias estratégicas, sin una suficiente preocupación por la calidad de los proyectos. En realidad, esto último ocurrió también con el sector privado y específicamente con el sistema financiero, que no se preocupó de evaluar con la suficiente rigurosidad los proyectos de inversión que financiaba.

Por tanto, la principal lección para nosotros radica en tener sistemas financieros sanos, sólidos y disciplinados. Para ello, es vital contar con un buen sistema de información sobre la calidad de los créditos que las instituciones financieras conceden. A esto último, agregaría la necesidad de que esa información fluya hacia los agentes económicos, de manera que el principal regulador del sistema sea el propio público; y que ese público sea el que castigue a aquellas entidades financieras que arriesgan los recursos que no les pertenecen más allá de lo aconsejado y que estimule a aquellas otras que hacen una intermediación financiera razonable y prudente.

Javier Nogales, Asesor de la Vicepresidencia de la República

Voy a concentrar mi atención en dos lecciones de la crisis asiática: lo que no hay que hacer y lo que hay que hacer.

Con relación al primer punto, creo que debemos tener cuidado porque la crisis en los países asiáticos no significa que no debamos seguir el modelo del milagro asiático. El modelo de crecimiento en base a exportaciones intensivas en mano de obra es necesario para Bolivia a fin de que podamos crecer más rápidamente y generar empleo bien remunerado. Claramente un modelo de crecimiento rápido trae consigo semillas de una próxima crisis. Para esto, lo que debemos hacer es tomar conciencia sobre qué es lo que debemos hacer para minimizar las posibilidades de crisis futuras.

En aspectos macroeconómicos, debemos seguir manteniendo políticas fiscales, monetarias y cambiarias prudentes como lo hemos venido haciendo en la última década. Esto es necesario pero no suficiente. Debemos también mirar otros aspectos fundamentales. Nuestra balanza de pagos muestra un déficit creciente en cuenta corriente.

Pienso que ese no es el problema de Bolivia; sino que tenemos un grave problema de información estadística sobre el tema. Las exportaciones ilegales de Bolivia simplemente son exportaciones y deberían estar cuantificadas en esa cuenta corriente. Nuestra información de balanza de pagos muestra que estamos acumulando reservas y, de esa manera, no parecería haber un problema en la cuenta corriente. El problema es, ¿cómo vamos a terminar con las exportaciones ilegales para empezar a exportar en base a actividades totalmente legales?.

Con relación a la deuda externa, el país está trabajando fantásticamente para reducirla a través del programa HIPC. En la deuda de corto plazo, es

posible que deban hacerse algunos trabajos adicionales para minimizar los incentivos de flujos de capitales especulativos que pudieran crearnos problemas. Hasta ahora se ha tenido mucho cuidado en Bolivia de no caer en la tentación de contraer financiamiento de corto plazo.

Con relación a los aspectos microeconómicos, creo que es fundamental mantener la estabilidad del sistema financiero, especialmente bancario. En ese sentido, pienso que es adecuada la política del gobierno de incentivar la participación de bancos internacionales en Bolivia. Sin embargo, esa participación constituyó un problema en la experiencia asiática porque cuando llegó la recesión, los bancos, al percibir el empeoramiento en la calidad de sus carteras, decidieron salir muy rápido.

Este es efectivamente un peligro que se corre, pero considerando el estado de desarrollo de Bolivia, estamos todavía lejos de que el mismo llegue a constituir un problema. Pienso que es bueno incentivar la presencia de bancos internacionales en Bolivia para mejorar la seguridad de los depositantes.

Otro aspecto importante para mantener la estabilidad del sistema financiero está relacionado con los esfuerzos y avances que Bolivia ha hecho para evitar la participación del sector público en la asignación de recursos.

Pero existe una necesidad no menos importante: mejorar la regulación y la supervisión del sistema financiero. El gobierno actual ha empezado a considerar este tema de manera decidida y directa. Ha creado recientemente el Consejo de Normativa Financiera y Prudencial (CONFIP) para cubrir todo el sistema financiero: banca, valores, pensiones y seguros. Ha fortalecido al sistema de supervisión del sector financiero dándole mayor fuerza, capacidad e independencia para actuar. Ahora corresponde enfatizar en la detección temprana de problemas y, más importante que eso, en acciones correctivas para resolver esos problemas.

Adicionalmente va a ser necesario crear una nueva institución encargada de resolver crisis bancarias y, posiblemente, de otros sectores financieros; de tal manera que ésta nos permita en el futuro manejar mejor eventuales crisis individuales que pudieran presentarse, antes que representen un riesgo para el sistema. Con relación al CONFIP, es bueno destacar que tres de sus cuatro integrantes -Banco Central, Superintendencia de Bancos y Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros- son autónomos, autárquicos e independientes para actuar, trabajar técnicamente y generar

una normativa prudencial y regulaciones poderosas. El cuarto integrante es el Viceministerio de Hacienda que canalizará las prioridades del gobierno relacionadas con esta problemática.

Las prioridades casi inmediatas para mejorar la normativa financiera prudencial, además de calces de liquidez de la banca; de riesgos de tasas de interés y de riesgos de moneda, tienen que ver con la calidad de cartera y su previsionamiento. Estamos conscientes de esta problemática; vamos a avanzar en este asunto y creo que la revisión de la crisis asiática nos servirá de guía.

Gonzalo Chavez, Consultor, Universidad Católica Boliviana

Me voy a concentrar básicamente en tres puntos: en la importancia del manejo macroeconómico, en la importancia de las instituciones para la supervisión, regulación, administración y manejo de las crisis y finalmente en problemas del riesgo moral.

Las personas que me antecedieron, enfatizaron suficientemente con relación a lo fundamental que resulta tener una administración macroeconómica estable: un tipo de cambio flexible y competitivo, y adecuadas políticas monetaria y fiscal. En Bolivia, esa lección de economía la hemos aprendido con la hiperinflación de los años 80. Y creo que la lección no solamente sirvió al sistema económico, sino también al sistema político. El hecho de que ahora se respete la independencia del Banco Central, está reflejando el avance que hemos tenido en comparación con la década mencionada.

Pero sabemos muy bien que no es suficiente la estabilidad macroeconómica. Hemos pasados los últimos diez años enfatizando esta situación y no deberíamos cansarnos de hacerlo. Pero debemos también -y este es el segundo punto- dar mucha importancia a las instituciones de supervisión. Creo que los 70 años del Banco Central que estamos conmemorando con la independencia que ahora tiene, ojalá no implique que tengamos que esperar otros 70 años para celebrar la independencia de las superintendencias recientemente creadas.

El Prof. Corbo señala que uno de los factores que explica los problemas del sector financiero es justamente la falta de supervisión bancaria, que básicamente la realizan instituciones especializadas. Existen dos tipos de instituciones: las estatales, donde se origina la regulación en temas bancarios, de regulación sectorial, etc., y las privadas, en las que creo que

todavía tenemos mucho por avanzar. El equilibrio de un sistema bancario no sólo está asociado a instituciones del estado, sino también a instituciones del sector privado. Cuando menciono a instituciones privadas, estoy incorporando un concepto que debemos comenzar a trabajarlo en el país: la gobernabilidad corporativa.

De nada sirve tener reglas estables de juego determinadas por el estado, si no tenemos un sector privado que también juegue con ciertas reglas de juego; y la gobernabilidad corporativa tiene que ver con el establecimiento de mecanismos internos dentro de las empresas, de los bancos, etc., asociados a formas de control a través de un mercado financiero o a través de actitudes correctas de los accionistas para que sus empresas, corporaciones, firmas, etc., tengan un comportamiento adecuado, moderadamente riesgoso y transparente.

Por otra parte, la señalización del sistema político acerca del papel que deben tener las instituciones también es importante. Siguiendo el ejemplo del Prof. Corbo del auto que va por la autopista, no es aconsejable que cada cierto tiempo, con buenas o malas intenciones, se tenga que cambiar al conductor. Lo que quiero decir es que esos ciclos políticos que afectan la institucionalidad deben ser anulados. Creo que el ejemplo de lo que sucede en el Banco Central debe ser seguido en todas las instituciones que están siendo creadas para regular al sector financiero y al sector real.

Con relación a los problemas de riesgo moral mencionados en el trabajo del Prof. Corbo, creo que ellos son la clave tanto para entender las crisis del sistema financiero, como los mecanismos que existen para controlarlos y las posibilidades de prever el futuro.

Si el sistema financiero tiene un sistema de protección implícito en el que el Banco Central o cualquier otra institución estatal siempre va a salvar a los bancos en última instancia; ello representa una mala señalización que incentiva a los depositantes y a los bancos a asumir riesgos desmedidos. En el largo plazo, esa señalización estatal debe transformarse en señalización privada. Los riesgos tienen que ser tomados y pagados por el sector privado, sin participación alguna del estado.