



Munich Personal RePEc Archive

Financial Crises in Asia and Latin America Different: Then and Now

Carmen Reinhart and Graciela Kaminsky

University of Maryland, College Park, Department of Economics

2000

Online at <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/13735/>

MPRA Paper No. 13735, posted 3. March 2009 13:49 UTC

Crisis financieras en Asia y Latinoamerica: ahora y entonces*

Graciela L. Kaminsky

George Washington University

Carmen M. Reinhart

University of Maryland y NBER

Publicado en *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 88, mayo 1998, pp. 444-448. Reimpreso en español con el permiso de *The American Economic Review*.

La devaluación del baht tailandes, el 2 de julio de 1997, generó una oleada de turbulencias en los mercados de divisas y de valores que superaron al efecto «tequila» que se produjo después de la devaluación del peso mejicano, en 1994. La crisis primero se extendió al este de Asia en forma de una serie de devaluaciones y colapsos bursátiles. A medida que los problemas se intensificaron, las monedas de otros países asiáticos, incluidos Hong Kong y Corea del Sur, estuvieron sometidas a presiones especulativas. Fuera de la región, Argentina, Brasil y Rusia sufrieron fuertes caídas en sus mercados bursátiles y ataques periódicos contra sus monedas. Tras la conmoción en los mercados de divisas, muchos de esos países sufrieron serios problemas en el sector bancario o incluso crisis bancarias importantes, como Tailandia y Corea del Sur.

Nuestro anterior trabajo sobre crisis financieras sugería que cuando las economías están en vísperas de crisis se comportan de manera diferente. Normalmente, las crisis financieras ocurren cuando una economía entra en recesión después de una expansión prolongada de la actividad económica, alimentada por la generación de crédito y por entradas masivas de capital. El ciclo de exceso crediticio se ve amplificado por garantías de depósito implícitas o explícitas, una mala supervisión y problemas de riesgo moral en el sector bancario.¹ Las crisis se presentan acompañadas por una sobrevaluación de la moneda, una disminución de exportaciones y un estallido de las burbujas de los

precios de los activos.

En este artículo, ampliamos aquel trabajo, analizando en que medida las pasadas crisis comparten características comunes en Latinoamérica, Asia, Europa y el Oriente Medio. Además, examinamos las crisis recientes en Asia y Latinoamérica, para determinar si las considerables diferencias regionales que encontramos en las muestras anteriores se han ido erosionando.

DIFERENCIAS REGIONALES

Entre 1970 y 1995, los países de Latinoamérica sufrieron, por término medio, según nuestra muestra, un 50% más de crisis (por país) que los países del este de Asia o que los de Europa y Oriente Medio (otros). En esta sección examinamos si las crisis monetarias y bancarias difieren de unas regiones a otras. Comenzamos examinando el comportamiento de quince indicadores económicos. Los indicadores utilizados para reflejar los ciclos de exceso crediticio incluyen el multiplicador de la M2; la relación entre el crédito interno y el PIB nominal; el tipo de interés real sobre los depósitos, y la relación entre los tipos de interés de los préstamos y el de los depósitos. El aumento de alguno de estos indicadores puede indicar posibles problemas en el sector financiero³.

Otros indicadores financieros incluyen los «excesos» en los saldos reales de M1 (para captar la existencia de una política monetaria laxa); el nivel de depósitos en bancos comerciales (para evaluar si hay una retirada masiva de depósitos en plena crisis); y la relación entre M2 (en dólares) y las reservas de divisas en dólares (para examinar en que medida los pasivos del sistema bancario están respaldados por aquellas). Los indicadores de la balanza de la cuenta corriente son las exportaciones, las importaciones,

la relación real de intercambio y las desviaciones del tipo de cambio real respecto a la tendencia. Caidas de las exportaciones o de la relación real de intercambio, aumento de las importaciones y apreciaciones reales de la moneda nacional señalan posibles problemas en la balanza por cuenta corriente. Los indicadores de la cuenta de capital son las reservas de divisas del banco central y los diferenciales entre el tipo de interés real nacional y el extranjero. Las pérdidas de reservas y el aumento de esos diferenciales en los tipos de interés se consideran como indicadores de problemas futuros en la cuenta de capital.

Finalmente, incluimos el producto y las cotizaciones de las acciones (en dólares), siendo la caída del producto y el desplome de las cotizaciones bursátiles muestra de crisis inminente. El tipo de interés, los diferenciales, el «exceso» de saldos reales y las desviaciones de los tipos de cambio respecto a la tendencia se expresan en niveles y todos los otros indicadores son cambios porcentuales durante doce meses. En un trabajo anterior, concluimos que el comportamiento de la mayoría de estos indicadores en los meses anteriores a la crisis difería significativamente de su comportamiento en «periodos tranquilos», definidos como todos los meses de la muestra menos los 36 meses en torno a la crisis. Por ejemplo, había caídas muy grandes de las cotizaciones justo antes de las crisis en comparación con los periodos tranquilos.

Para evaluar si esas desviaciones anteriores a las crisis en indicadores individuales son mayores en Latinoamérica que en otros lugares, medimos la volatilidad, calculando la desviación absoluta media respecto a los periodos tranquilos (como porcentaje), para cada indicador, en los 18 meses anteriores a la crisis y en cada una de las tres regiones por separado. En la tabla 5.1, la primera columna enumera los

indicadores; la segunda columna presenta la desviación media de dicho indicador respecto a los periodos tranquilos en Latinoamerica; la tercera y cuarta columna muestran las desviaciones absolutas medias comparables del este de Asia y otros, respectivamente. Un asterisco indica que la diferencia regional respecto a Latinoamerica, que es el punto de referencia, es estadísticamente significativa con un nivel de confianza del 5%. Si comparamos las crisis monetarias de Latinoamerica y del este de Asia (columnas dos y tres), diez de los quince indicadores son significativamente mas volatiles para Latinoamerica, incluyendo todos los indicadores financieros y de la cuenta de capital. Los patrones regionales de crisis bancarias muestran una estampa similar, puesto que la amplitud de las etapas previas a la crisis en relación con los periodos tranquilos es mayor en Latinoamerica que en otras regiones.

Sin embargo, las diferencias regionales en volatilidad estan reduciendose. Por ejemplo, la caida de las cotizaciones tailandesas (en dólares de Estados Unidos) desde su punto culminante en 1995 excede el 80%; la magnitud de esta desviación respecto a 10 normal durante los periodos tranquilos esta mas en linea con las observadas en las crisis de Latinoamerica que con las observadas en crisis anteriores del este de Asia. Anomalias similares son evidentes en otros indicadores, como el credito.

Mientras que la tabla 5.1 muestra la volatilidad de los indicadores individuales, nos centraremos ahora en su comportamiento conjunto. En cuanto a la fragilidad de una economia en vísperas de una crisis, nuestra premisa basica es que cuanto mas extendidos esten los problemas económicos, mayor sera el numero de indicadores que muestran un comportamiento anomalo antes de la crisis. ⁴

TABLA 5.1

*Diferencias regionales, 1970-1995: volatilidad**

Indicadores	Crisis monetarias			Crisis bancarias		
	Latino-américa	Asia	Otros	Latino-américa	Asia	Otros
Multiplicador M2	28,1	8,0*	11,1*	18,1	5,3*	9,5
Crédito interno/PIB	21,4	12,6*	5,6*	13,3	5,7*	7,0
Tipos de interés reales de depósito	4,3	0,9*	0,8*	2,1	0,7*	0,7*
Relación entre tipos de interés de préstamo-depósito	16,6	8,9*	9,7*	13,9	10,4	10,1
«Exceso» saldos reales M1	450,2	20,0*	9,3*	227,7	22,8*	10,9*
Depósitos bancarios	321,4	6,9*	20,1*	350,2	7,3	20,8
M2/reservas de divisas	76,4	35,0*	22,3*	61,5	15,8*	24,0
Exportaciones	28,4	24,9	17,4*	23,1	19,2*	31,1*
Importaciones	35,9	27,4	21,9*	25,1	16,4*	16,9*
Tipo de cambio real	36,1	38,2	11,6	32,8	26,1	11,5*
Relación real de intercambio	19,6	14,3	4,7*	16,4	12,4	4,6*
Reservas de divisas	71,7	42,5*	33,6*	53,6	19,2*	31,1*
Diferencial tipos de interés reales nacional-extranjero	4,3	0,9*	0,9*	2,2	0,7*	0,8*
Producción	10,4	8,9	6,1*	5,7	14,0	5,0
Cotizaciones bursátiles	64,7	36,1*	30,6*	80,1	34,3*	60,3

* La volatilidad se mide mediante la desviación absoluta media respecto a los períodos tranquilos, para cada indicador, en los 18 meses anteriores a la crisis.

Por tanto, necesitamos anotar para cada crisis la proporción de los quince indicadores que mostraron un comportamiento anómalo en los 24 meses previos a la crisis financiera. Esta información está resumida para las tres regiones en la tabla 5.2. Por ejemplo, en el período de los 24 meses anteriores a la crisis monetaria de Venezuela, en mayo de 1994, diez de los quince indicadores (67%) mostraban un comportamiento anómalo; esta crisis está incluida en la segunda fila de la tabla 5.2, titulada 60% a 79%. Por tanto, la primera línea de cada cuadro de la tabla 5.2 refleja el porcentaje de crisis en nuestra muestra que fue precedido de un comportamiento anómalo en, al menos, un 80%

de los indicadores. Claramente, las economías latinoamericanas eran más frágiles en vísperas de las crisis que las de otras regiones. En el 45% de las crisis monetarias en Latinoamérica, el 80% de los indicadores señalaban problemas. Solo el 29% de las crisis del este de Asia fueron precedidas por tantas señales de alerta. Una disparidad regional similar aparece en vísperas de las crisis bancarias pasadas.

TABLA 5.2
Diferencias regionales, 1970-1995: fragilidad

Este porcentaje de indicadores muestran un comportamiento «anómalo» antes de la crisis	Proporción de crisis monetarias			Proporción de crisis bancarias		
	Latinoamérica	Asia	Otros	Latinoamérica	Asia	Otros
80% a 100%	44	28	32	46	25	38
60% a 79%	39	42	39	46	75	25
40% a 59%	8	28	18	8	0	25
20% a 39%	8	0	11	0	0	12
Menos de 20%	0	0	0	0	0	0

⁴ Para una descripción detallada de la metodología empleada para clasificar lo que se considera comportamiento «anómalo» en un indicador y lo que no lo es, véase Kaminsky y Reinhart (1996).

Para cuantificar la gravedad de una crisis monetaria, nos basamos en una medida compuesta que promedia las pérdidas de reservas y la depreciación del tipo de cambio real. Para las reservas, usamos el cambio semestral anterior al mes de la crisis, ya que normalmente la pérdida de reservas ocurre antes de la devaluación (si el ataque especulativo tiene éxito). Para el tipo de cambio real, empleamos la variación porcentual en los 6 meses siguientes a la crisis, ya que normalmente las devaluaciones más grandes solo ocurren después de la crisis y solo si el banco central cede, devaluando

0 dejando flotar la moneda. Esta medida de gravedad se elaborara para cada crisis monetaria de nuestra muestra y sus medias regionales aparecen reflejadas en la tabla 5.3. Para las crisis bancarias, usamos la proporcion de los costes de salvamento respecto al PIB como medida de la gravedad; las medias regionales tambien estan recogidas.

La primera fila de la tabla 5.3 presenta evidencias de los patrones historicos; parece evidente que las crisis financieras de Latinoamérica fueron, con diferencia, mas graves que aquellas de cualquier otro sitio. El indice medio de gravedad es tres veces mayor en Latinoamerica que en el este de Asia; todavia mayores diferencias aparecen en el coste de salvamento medio, casi siete veces mayor en Latinoamerica que en el este de Asia. La segunda fila de cada cuadro refleja los resultados de este indice en las crisis recientes de Argentina y Mejico 1994-1995 y en las crisis actuales de Indonesia, Malasia, Filipinas y Tailandia.

TABLA 5.3
Diferencias regionales, entonces y ahora: gravedad¹

Índice de gravedad	Crisis monetarias			Crisis bancarias		
	Latino-américa	Asia	Otros	Latino-américa	Asia	Otros
1970 a 1995	48,1	14,0	9,0	21,6	2,8	7,3
1995 a 1997 ²	25,4	40,0	n.a.		15,0	n.a.

¹ Para la medida de gravedad utilizada, véase el texto.

² Respecto a la gravedad de las crisis bancarias en Asia, confiamos en las estimaciones de los costes de salvamento a diciembre de 1997.

Los costes de salvamento del sector bancario se estiman entre un minimo del 7% del PIB, para Filipinas, hasta mas del 20% del PIB, para Malasia. La situacion resultante es bastante diferente del patron historico. Tanto en el ambito monetario como el bancario, la gravedad de las crisis recientes es similar a la alcanzada por Latinoamerica en el

2. ¿POR QUE SE ESTAN EROSIONANDO LAS DIFERENCIAS REGIONALES?

Hemos argumentado que, históricamente, las crisis financieras han sido más graves y frecuentes en Latinoamérica que en otras regiones. Sin embargo, ahora concluimos que la gravedad de las recientes crisis en el este de Asia se aproxima más al modelo de Latinoamérica que al patrón histórico del este de Asia. En esta sección expondremos algunas ideas sobre por qué estas diferencias históricas se están erosionando. A principios de los noventa, cuando los capitales empezaron a fluir hacia los mercados emergentes, los países del este asiático atraían grandes cantidades de inversión directa extranjera (IDE) y solo una pequeña parte de las entradas de capital eran a corto plazo. En contraste, el mal historial pasado de inflación crónica y bajo crecimiento en Latinoamérica era mencionado como la razón principal de que los flujos de capital a la región fuesen fondos a corto plazo y que los flujos de IDE resultasen comparativamente escasos (tabla 5.4). En 1996, esta marcada diferencia en la composición de los flujos casi había desaparecido.

En varios países del este asiático, persistentes tandas de intervenciones esterilizadas mantuvieron los tipos de interés a corto plazo relativamente altos respecto a los niveles internacionales y esto actuó como un imán sobre las entradas de capital a corto plazo. En efecto, la evidencia presentada en Montiel y Reinhart (1998) sugiere que esas políticas tuvieron un papel clave en la explicación del incremento en el volumen de los flujos a corto plazo atraídos por países como Malasia y Tailandia. Al mismo tiempo, un cierto número de países latinoamericanos implantó programas importantes de

estabilización y el crecimiento de la región superó los débiles resultados de los años ochenta.

TABLA 5.4
*Este de Asia y Latinoamérica: ¿signos de convergencia?*¹

	1986-1995		1996	
	Este de Asia	Latinoamérica	Este de Asia	Latinoamérica
Tasa de inflación	6,3	429,2	5,6	10,9
Crecimiento del PIB real	7,0	3,3	7,1	4,9
IDE/Flujos a corto plazo y de cartera ²	77,2	42,2	61,8	110,5

¹ Aquí, este de Asia comprende los cuatro mayores importadores de capital en los años noventa, Filipinas, Indonesia, Malasia y Tailandia. Del mismo modo, Latinoamérica comprende Argentina, Brasil, Chile y México.

² La composición de los flujos de capital es para 1990-1992 una «ola temprana» de las entradas masivas de capital.

A pesar del retroceso asociado con la crisis mexicana de diciembre de 1994 y su efecto «tequila», el modelo de inflación baja y crecimiento alto se ha mantenido en 1996 y 1997. Debido principalmente a la mejora de las perspectivas económicas en Latinoamérica, la IDE comenzó a representar una proporción mayor de los flujos de capital de la región. En el este de Asia, el volumen creciente de flujos a corto plazo estaba ampliamente intermediado por sectores bancarios nacionales escasamente regulados y sin supervisión adecuada. Realmente, los ciclos de los precios de activos y de exceso de crédito en el este de Asia, durante los años noventa, recuerdan a los ciclos que siguieron a la liberalización financiera en muchos países latinoamericanos. El dilema político que ha caracterizado recientemente a varios países asiáticos, la elección entre altos tipos de interés para defender la paridad y amplia liquidez, para ayudar a las instituciones financieras con problemas, recuerda también la crisis monetaria y bancaria chilena de los

anos ochenta. Parece que la combinación de capital internacional volatil y debilidad del sector financiero puede estar en el fondo de las crisis recientes del este de Asia y, en cierta manera, explicar su gravedad.

3. OBSERVACIONES FINALES

Históricamente, han existido notables diferencias entre la intensidad de las crisis financieras del este de Asia y de Latinoamérica. En los años noventa, Latinoamérica realizó gran des progresos hacia la estabilización (aunque, al elaborar este artículo, sigue siendo vulnerable al contagio). Al mismo tiempo, la gravedad de las crisis monetarias y bancarias asiáticas de 1997 ha alcanzado magnitudes desconocidas en esta región, comparables con las crisis financieras pasadas de Latinoamérica.

Las diferencias regionales se están suavizando. Las razones de esa convergencia serán tema de futuras investigaciones. Sin embargo, de acuerdo con nuestro análisis, se puede especular que, en un mundo de libre movilidad del capital y mercados financieros más desregulados, han disminuido algunas de las pasadas diferencias en la volatilidad de la cuenta de capital y de los mercados financieros. Las diferencias regionales en la composición de los flujos de capital hacia las dos regiones se redujeron durante los noventa, a medida que cantidades crecientes de capital a corto plazo entraban en Asia. También, el auge en los préstamos y los precios de los activos que caracterizaron a las economías asiáticas, antes de la explosión de la burbuja especulativa en 1997, recuerdan a los episodios posteriores a la liberalización en Latinoamérica. Parece que, en un mundo desregulado, el «buen comportamiento» de las crisis financieras asiáticas es una reliquia del pasado.

BIBLIOGRAFIA

Bhattacharya, A.; Claessens, S., y Hernandez, L. (1997): Recent Financial Market Turbulence in Southeast Asia, mimeo, The World Bank, octubre.

Edison, H. J., y Miller, M. (1997): The Hong Kong Handover: Hidden Pitfalls?, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve, julio.

Kaminsky, G. L., Y Reinhart, C. M. (1996): The Twin Crises: the Causes of Banking and Balance of Payments Problems, mimeo, Board of Governors of the Federal Reserve, agosto.

McKinnon, R., y Pill, H. (1994): Credible Liberalizations and International Capital Flows: the Overborrowing Syndrome, mimeo, Universidad de Stanford.

Montiel, P.; Reinhart, C. M. (1997): «The Dynamics of Capital Movements to Emerging Economies During the 1990s», en S. Griffith-Jones y M. Montes (eds.), Short-term Capital Movements and Balance of Payments Crises, Helsinki: UNUIWIDER.

Notas

1 Vease R. McKinnon y H. Pill (1994) sobre la interacción entre las entradas de capital y la liberalización.

2 Para una discusión de cómo se definen las crisis y se establecen las fechas y los parses de la muestra, vease Kaminsky y Reinhart (1996).

3 Vease H. J. Edison y M. Miller (1997) con relación a los ciclos crediticios.

4 Para una descripción detallada de la metodología empleada para clasificar 10 que se considera comportamiento «anómalo» en un indicador y lo que no lo es, vease Kaminsky y Reinhart (1996).