

«Marco de análisis, hechos e implicaciones de la inestabilidad financiera mundial»*

Durante los últimos años, la economía mundial ha atravesado una serie de períodos de grave inestabilidad financiera que ha afectado de manera devastadora a los países en crisis, los cuales han sufrido fluctuaciones de más de diez puntos en las tasas de crecimiento del PIB. El presente artículo comienza con una definición del concepto de inestabilidad financiera basada en los problemas derivados de la información asimétrica que ha de afrontar todo sistema financiero: la selección adversa y el riesgo moral. Se describe la secuencia de acontecimientos en las crisis financieras de México y el este asiático y se analizan los mecanismos a través de los cuales las crisis monetarias agudizaron los problemas de información asimétrica propiciando así la crisis financiera. El artículo finaliza planteando la necesidad de un sistema regulador-supervisor que sea suficientemente sólido para impedir que las entidades financieras asuman un riesgo excesivo que derive en riesgo sistémico.

Azken urteetan, munduko ekonomiak finantza ezegonkortasuneko hainbat aldi ezagutu ditu, krisia pairatu duten herrialdeak era hondatzaile batean kaltetu dituelarik. Herrialde horiek hamar baino puntu gehiagoko gorabeherak izan dituzte BPGren hazkunde tasetan. Artikulu honen hasieran, finantza ezegonkortasuneko kontzeptuaren definizioa aurkeztu da, edozein finantza sistemak aurrean dituen informazio asimetrikotik eratorritako arazoak, hots, kontrako hautapena eta arrisku morala, oinarrian dituelarik. Mexikoko eta Asiako hegoekialdeko finantza krisien gertakariak zerrendatu dira. Halaber, moneta krisiek informazio asimetrikoaren arazoak nola areagotu zituzten, finantza krisia eragin arte, aztertu da. Azkenik, artikuluak sistema arautzaile eta ikuskatzaile baten beharra proposatu du. Sistema horrek nahiko sendoa izan beharko du finantza entitateek arrisku sistemikoa izatera hel daitekeen gehiegizko arriskua onar ez dezaten.

In recent years the world economy has been through several periods of serious financial instability which have had a devastating effect on the countries affected by the crises, where there have been fluctuations of more than ten points in GDP growth rates. This article starts by defining the concept of financial instability based on the problems deriving from asymmetries of information which all financial systems have to face: adverse selection and moral risk. The sequence of events of the financial crises in Mexico and South East Asia is described, and the mechanisms through which monetary crises exacerbated the problems of asymmetry of information and thus propitiated financial crises are analysed. The article ends by positing the need for a regulatory and supervisory system solid enough to prevent financial institutions from assuming excessive risks which may result in risks for the system.

* La revista *Ekonomiaz* agradece al *Journal of Economic Perspectives* el permiso para reproducir este artículo, originalmente escrito en inglés. *Journal of Economic Perspectives*, 1999, Volume 13, Number 4. También agradece a los profesores Pedro A. Fuertes Olivera y Ascensión Arribas Baño la traducción al castellano de este artículo.

ÍNDICE

1. Introducción
 2. ¿Qué es la inestabilidad financiera?
 3. ¿Por qué tiene lugar la inestabilidad financiera?
 4. La inestabilidad financiera en México y el este asiático
 5. La sucesión de acontecimientos en las crisis financieras de México y el este asiático
 6. Aspectos de política económica
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Inestabilidad financiera, selección adversa, riesgo moral, inestabilidad monetaria, crisis, regulación, este asiático, México.
Clasificación JEL: E4, E5, F3, G1

1. INTRODUCCIÓN

Durante los últimos cinco años de la pasada década, la economía mundial ha atravesado una serie de períodos de grave inestabilidad financiera que ha afectado de manera devastadora a los países en crisis. En México, el PIB pasó de crecer por encima del 4% en 1994 a descender un 6% en 1995. En Tailandia, Malasia, Corea del Sur e Indonesia, el crecimiento del PIB, que en 1996, antes de que tuvie-

ra lugar la crisis, superaba los cinco puntos, se situó por debajo del -5% en 1998. Estas fluctuaciones de más de diez puntos en las tasas de crecimiento del PIB son equiparables a las que se alcanzaron en los Estados Unidos durante la Gran Depresión.

En el Cuadro nº1 se muestran algunos de los ejemplos de la incidencia de dicha inestabilidad en el PIB respectivo.

Hoy en día los responsables de elaborar las políticas monetarias han de atender fundamentalmente a dos cuestiones:

- a) Primero, cómo minimizar el riesgo de incurrir en un período de inestabilidad financiera de alcance mundial y,
- b) Segundo, cómo superarlo una vez acaecido.

* Frederic S. Mishkin ostenta la cátedra de economía A. Barton Hepburn en la Escuela de Ciencias Empresariales de la Universidad de Columbia y es investigador asociado de la Oficina Nacional de Investigación Económica, sita en Cambridge, Massachusetts.

Agradezco a Brad De Long, Alan Krueger y Timothy Taylor sus valiosos comentarios, y a Goetz Peter la excelente ayuda prestada en la realización de esta investigación. Las opiniones aquí vertidas pertenecen únicamente al autor y no a la Universidad de Colombia ni a la Oficina Nacional de Investigación Económica.

El presente artículo comienza con una definición del concepto de inestabilidad financiera. El sistema financiero ha de afrontar los problemas derivados de la información asimétrica, una situación en la que una de las partes integrantes del contrato financiero posee una información mucho menos precisa que la otra. Los dos problemas fundamentales a los que conduce la información asimétrica en el sistema financiero son la selección adversa y el riesgo moral.

A continuación se emplea dicho marco de análisis para describir la secuencia de

acontecimientos en las crisis financieras de México y el este asiático y analizar los mecanismos a través de los cuales las crisis monetarias agudizaron los problemas de información asimétrica propiciando así la crisis financiera. El artículo finaliza planteando una serie de temas de política económica de capital importancia para prevenir la inestabilidad financiera entre las que destaca la necesidad de un sistema regulador-supervisor que sea suficientemente sólido para impedir que las entidades financieras asuman un riesgo excesivo.

Cuadro nº1. **Crecimiento real del PIB de México y los países afectados por la crisis: 1994-1998**

Años	México	Tailandia	Corea	Malasia	Indonesia	Filipinas
1994	4,4	8,6	8,6	9,3	7,5	4,4
1995	-6,2	8,8	8,9	9,4	8,2	4,7
1996	5,2	5,5	7,1	8,6	8,0	5,8
1997	7,0	-0,4	5,5	7,7	4,6	5,2
1998	4,9	-8,0	-5,5	-6,8	-13,7	-0,5

Fuente: World Economic Outlook (1999).

2. ¿QUÉ ES LA INESTABILIDAD FINANCIERA?

La función primordial de los mercados financieros es la de canalizar fondos a aquellas personas físicas o jurídicas que presenten oportunidades de inversión

productivas. Si el sistema financiero no lleva a cabo esta función adecuadamente, la economía no funcionará bien, obstaculizándose así el crecimiento económico. Esta función implica la capacidad para formarse un juicio sobre la solvencia crediticia que ofrecen las distintas oportu-

nidades de inversión. Por consiguiente, el sistema financiero ha de plantar cara a los problemas derivados de la información asimétrica, una situación en la que una de las partes integrantes del contrato financiero posee una información mucho menos precisa que la otra. Por ejemplo, los prestatarios que solicitan un préstamo suelen estar mejor informados sobre el posible rendimiento y el riesgo que entrañan los proyectos de inversión que van a acometer que los propios prestamistas. Los dos problemas fundamentales a los que conduce la información asimétrica en el sistema financiero (y también en otros terrenos) son la selección adversa y el riesgo moral.

La selección adversa es anterior a la transacción financiera, y tiene lugar cuando los posibles prestatarios que presentan un riesgo de impago elevado son los que más interés tiene en conseguir un préstamo. Así, es probable que los que estén dispuestos a asumir grandes riesgos sean los que se muestren más ávidos por conseguir un préstamo, incluso cuando hayan de pagar por él un tipo de interés más elevado, ya que no les preocupa mucho poder devolverlo. De esta forma, el prestamista ha de tener presente que aquellas partes que con mayor probabilidad van a responder peor a la devolución son las que más probablemente van a ser elegidas como prestatarios. Este comportamiento caracteriza el clásico problema “los coches de segunda mano” (*lemons problem*) que por primera vez fue analizado por Akerlof en 1970. En dicho ejemplo, los compradores de automóviles de se-

gunda mano que cuenten con una información parcial e insuficiente pueden verse disuadidos de adquirir un coche a un precio muy bajo, dado que son conscientes de que no se les ha informado suficientemente de la calidad del mismo, y sospechan que el precio del vehículo es bajo porque su calidad es ínfima.

En el caso concreto de los mercados de capital, puede ocurrir que aquellos prestamistas que estén parcialmente informados recelen de conceder un préstamo a tipos de interés elevados, porque saben que no poseen un grado de información suficiente de la solvencia crediticia de los prestatarios, y temen que sea probable que una persona que esté dispuesta a aceptar un préstamo a un tipo muy alto presente poca solvencia crediticia y sea así menos probable que devuelva el préstamo. Los prestamistas abordarán el problema de la información asimétrica tratando de discernir entre los prestatarios que presentan un riesgo de impago elevado y los que no. Sin embargo, este proceso es por necesidad imperfecto, y el miedo a la selección adversa y perjudicial llevará a los prestamistas a reducir el número de préstamos que estarían dispuestos a conceder si las circunstancias fueran distintas.

El riesgo moral [también llamado “abuso de confianza”] es posterior a la transacción. Ocurre cuando el prestatario se ve estimulado a invertir en proyectos de alto riesgo en los que el propio prestatario sale beneficiado si el proyecto tiene éxito; de fracasar, es el prestamista el que tiene que cargar con la mayor parte de la

pérdida. Igualmente pueden darse circunstancias que animen al prestatario a invertir sus fondos de forma un tanto inadecuada para su uso personal, a no trabajar mucho, y a invertir en proyectos nada rentables cuyo único fin es el de aumentar su poder personal o su estatus. Así, un prestamista está a merced del peligro que supone que el prestatario se vea incentivado a invertir en actividades que son poco aconsejables desde la perspectiva del prestamista, es decir, actividades que hacen menos probable que se responda al pago del préstamo. Los prestamistas suelen imponer una serie de restricciones a los prestatarios (las llamadas "cláusulas restrictivas"), de manera que se reduce la probabilidad de que éstos adopten comportamientos que hagan menos probable la devolución del préstamo. No obstante, la aplicación y el control de estas cláusulas implican ciertos costes, y su alcance es por fuerza algo limitado. El posible conflicto de intereses entre el prestatario y el prestamista que se deriva del riesgo moral significa igualmente que muchos prestamistas estarán en disposición de conceder menos volumen de crédito del que concederían si la situación fuera otra, de forma que la actividad crediticia y la inversión se situarían en niveles subóptimos.

Durante los últimos veinte años, un creciente cuerpo de literatura ha tratado de explicar la estructura institucional de los mercados financieros y ha admitido que dicha estructura ha evolucionado hasta reducir los problemas de información asimétrica de la selección adversa y el ries-

go moral (Gertler, 1988; Bernanke, Gertler y Gilchrist, 1998). Claro está que los problemas que conlleva la información asimétrica no se atajan de un golpe, ya que se trata de un problema continuo cuyas dimensiones se reconfiguran y se entremezclan con cada fase de la economía. Desde este punto de vista, la racionalidad que subyace en los intermediarios financieros (entre los que se cuentan los bancos, las entidades de ahorro, las sociedades financieras, las compañías aseguradoras, los fondos de inversión colectiva y los fondos de pensiones, siendo las entidades bancarias las más destacados) reside en que ellos poseen tanto la capacidad como el incentivo económico para abordar los problemas que implica la información asimétrica. Por ejemplo, las entidades bancarias poseen los mecanismos adecuados para recabar información cuando están estudiando la concesión de un préstamo, y esta capacidad aumenta únicamente cuando dichas entidades establecen líneas de crédito y relaciones a largo plazo con la clientela. Además, el hecho de que los bancos tengan acceso a los saldos de las cuentas corrientes de sus prestatarios supone una ventaja adicional a la hora de controlar las actividades de éstos. Tal y como demostrara Diamond (1984), a los bancos les conviene reducir el riesgo moral, ya que estas operaciones de supervisión no les suponen un coste tan elevado como a otros, y porque, como señalaran Stiglitz y Weiss (1983), cuentan con ventajas a la hora de impedir que sus prestatarios asuman riesgos elevados, ya que, para corregir el comportamiento futuro de un prestatario,

pueden amenazarlo con no volver a concederle más crédito.

La situación privilegiada de las entidades bancarias para recabar información y reducir el riesgo moral explica por qué los bancos juegan un papel tan destacado en los mercados financieros de todo el mundo. De hecho, en los países de mercados emergentes resulta difícil hacerse con información clave relativa a las empresas privadas; y esto explica por qué los bancos desempeñan un papel más destacado en los sistemas financieros de dichos países que en los sistemas financieros de los países industrializados (Rojas-Suárez y Weisbrod, 1994).

Los bancos se ven incentivados a recabar y presentar esta información, dado que conceden préstamos privados, que no son negociados (comprados y vendidos) en los mercados, lo cual reduce los problemas de gorronería o parasitismo (*free-riding*). En los mercados de valores, como es el caso de las acciones, si algunos inversores adquieren información que les permite seleccionar los títulos que están infravalorados para después comprarlos, otros inversores, sin necesidad de efectuar ningún desembolso para obtener este tipo de información, pueden hacer compras correctas, junto con los inversores bien informados y que han pagado un precio por ello. Si hay un número considerable de inversores parásitos, de forma que el precio aumenta, los inversores que hayan pagado por la información obtendrán unos beneficios inferiores de los valores que han adquirido, y se verán así desincentivados para hacerse con tal

información. Una vez que algunos inversores observen que otros inversores pueden controlar y hacer cumplir una serie de pactos restrictivos, también querrán ellos aprovecharse (como parásitos) de esto último. Por consiguiente, los recursos que se destinan a seleccionar los prestatarios y a supervisar y hacer cumplir los pactos no serán suficientes.

Sin embargo, dado que las entidades bancarias conceden préstamos privados, otros inversores no pueden efectuar los préstamos de forma directa, por lo que aprovecharse como un parásito de los pactos restrictivos de los bancos es mucho más difícil que simplemente ceñirse a los patrones de compra de otros. En consecuencia, a los inversores les es más complicado gorronear a costa de las instituciones financieras que conceden préstamos privados, como los bancos; y, puesto que obtienen beneficios de seleccionar y supervisar, las entidades bancarias cuentan con incentivos para llevar a cabo dichas actividades.

Atendiendo a los problemas de información, llegamos a lo que es una primera definición del concepto de inestabilidad financiera: la inestabilidad financiera tiene lugar cuando las sacudidas (*shocks*) que sufre el sistema financiero interfieren con los flujos de información, de forma que dicho sistema financiero ya no realiza su función de canalizar fondos hacia aquellas personas con oportunidades de inversión productiva. De hecho, si la inestabilidad financiera es suficientemente grave, puede conducir a una casi completa interrupción en el funcionamiento de

los mercados financieros, situación entonces que se califica como crisis financiera.

3. ¿POR QUÉ TIENE LUGAR LA INESTABILIDAD FINANCIERA?

El papel que juegan los intermediarios financieros, y en especial las entidades bancarias, en los mercados financieros es de singular importancia, ya que se encuentran en una situación óptima para recabar la información que provea de oportunidades de inversión productivas a la economía. De esta forma, cuando dichas instituciones no pueden actuar como intermediarios financieros y conceder crédito, disminuirá sin remisión la inversión y la actividad económica agregada. Cuando los problemas derivados de la selección adversa y del riesgo moral se agravan debido a las sacudidas en el sistema financiero, los préstamos se conceden con cuentagotas, incluso a muchos de aquéllos que presentan oportunidades de inversión productivas, dado que ya no resulta tan sencillo distinguirlos de los prestatarios menos fiables. La falta de crédito conduce a las personas físicas y a las empresas a recortar sus gastos; de este hecho se deriva una contracción de la actividad económica que puede llegar a ser bastante grave. Son cuatro los factores que pueden contribuir a que aumenten los problemas de información asimétrica y con ellos la inestabilidad financiera: el deterioro de la situación económica del sector financiero; el aumento de los tipos de interés; el incremento de la incertidumbre, y el deterioro de los estados contables de las empre-

sas no financieras debido a la pérdida de valor de sus activos. A continuación nos ocuparemos de cada uno de ellos por separado.

3.1. Deterioro de la situación económica del sector financiero

Cuando la situación económica de las entidades bancarias (y de otras instituciones financieras en disposición de conceder crédito) se deteriora y éstas sufren una sustancial reducción de su capital y reservas (recursos propios), caben dos alternativas: o bien recortan el crédito o bien tratan de obtener nuevo capital. Sin embargo, cuando esto ocurre, a los bancos les es muy difícil obtener nuevo capital a un coste razonable. Así, la reacción normal de los bancos que presentan un balance debilitado es la de contraer el crédito, lo que a su vez contribuye a ralentizar la actividad económica. Según una investigación reciente en los Estados Unidos, la debilidad de los balances condujo a una escasez de financiación (contracción de la oferta de capital) y fue la causa que obstaculizó el crecimiento de la economía estadounidense a principios de la década de los años noventa (véase, por ejemplo, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, 1993).

Si es suficientemente grave, el deterioro del balance de los bancos puede incluso conducir a situaciones de pánico bancario, las cuales se caracterizan por quiebras múltiples y simultáneas de las instituciones bancarias. Tanto es así que, sin una "red de seguridad" del Gobierno, puede tener lugar una concatenación de

quiebras que acabe llevando a la bancarrota incluso a las entidades bancarias más sólidas. La información asimétrica vuelve a convertirse en la principal fuente de contagio. Llevados por el pánico, los impositores, que piensan que sus depósitos pueden no estar a salvo y que desconocen la fiabilidad de la cartera de préstamos de su entidad, retiran sus saldos del sistema bancario, obligando a los bancos a liquidar sus activos, causando esto una contracción del crédito y una reducción múltiple de los depósitos, lo que a su vez hace que se extienda la quiebra a otras entidades bancarias. Al mismo tiempo, con la quiebra de un banco desaparecen las relaciones de información de las que participaba, menoscabándose así irremisiblemente la labor de intermediación financiera que puede llevar a cabo el sector bancario. El resultado es un descenso aún más acusado del crédito para facilitar las inversiones productivas, de lo que se sigue otra contracción en la actividad económica.

3.2. Subidas de los tipos de interés

La información asimétrica y el problema de la selección adversa que entraña pueden conducir al fenómeno que ha dado en denominarse de “racionamiento del crédito”, en el que hay prestatarios a los que se deniegan préstamos aun cuando están dispuestos a pagar un tipo de interés más elevado por ellos (Stiglitz y Weiss, 1981). Esto ocurre porque a medida que aumentan los tipos de interés, es probable que los prestatarios más prudentes lleguen a la conclusión de que no

sería sensato solicitar un préstamo, en tanto que los prestatarios con los proyectos de inversión de mayor riesgo suelen ser los que están dispuestos a pagar los tipos de interés más elevados, dado que, si la inversión de alto riesgo llega a buen puerto, ellos van a ser los que van a resultar más beneficiados. En este contexto, un tipo de interés más elevado conduce a una selección adversa aún más acusada si cabe; esto es, cuanto más elevado sea el tipo de interés, más probable es que el prestamista esté confiando su dinero a un prestatario que presente un riesgo de impago excesivo. De esta forma, los tipos de interés más elevados pueden convertirse en uno de los factores que precipiten la inestabilidad financiera, ya que los prestamistas reconocen que un tipo más elevado entraña la dilución de la solvencia crediticia de los posibles prestatarios, y es probable que reaccionen ante esta situación retrayéndose de su función de intermediación financiera y limitando el crédito.

El aumento de los tipos puede también tener efectos negativos sobre la situación económica de las entidades bancarias. El negocio bancario más tradicional implica “tomar prestado a corto plazo y prestar a largo plazo” (la llamada “transformación de plazos”); es decir, el sistema bancario acepta depósitos que pueden retirarse cuando el impositor así lo decida (o certificados de depósito que pueden retirarse en cuestión de pocos meses) y concede préstamos que han de devolverse al cabo de varios años. Dicho brevemente, normalmente el vencimiento medio y la

“duración”¹ de los activos de una entidad bancaria son superiores a la de su pasivo. De esta forma, la subida de los tipos de interés se convierte en la causa directa del descenso del patrimonio neto, ya que en términos de valor actual, la subida de tipos reduce el valor de los activos (con mayor duración) en mayor medida que el valor de las deudas (cuya duración es menor). Es decir, la ganancia obtenida por el lado del pasivo es menor que la pérdida por el lado del activo.

3.3. Incremento de la incertidumbre

Cuando la incertidumbre aumenta de forma inusitada en los mercados financieros, a los prestamistas les es más complicado discernir entre los posibles prestatarios que presentan un riesgo elevado de impago y aquéllos con un riesgo aceptable. Como los prestamistas ya no pueden solucionar los problemas derivados de la selección adversa y del riesgo moral, no se muestran tan dispuestos a prestar su dinero, y en consecuencia disminuye la actividad crediticia, la inversión y la actividad económica agregada. La incertidumbre puede aumentar a consecuencia de la quiebra de una empresa destacada, pertenezca o no al sector fi-

nanciero, de una recesión, o de las dudas acerca del rumbo que vayan a tomar las políticas económicas del Gobierno.

3.4. Deterioro de la situación económica de las entidades no pertenecientes al sector financiero

La situación económica de las empresas no financieras constituye el factor clave que determina la gravedad de los problemas de información asimétrica para el sistema financiero. Cuando los balances de las empresas prestatarias sufren un empeoramiento generalizado, se agravan las situaciones de selección adversa y riesgo moral en los mercados financieros, instalándose así la inestabilidad financiera. A esta situación puede llegarse desde distintos puntos de partida:

- *Reducción del valor de avales y garantías.* Con frecuencia los prestamistas exigen avales u otras garantías para poner freno a los problemas de información asimétrica. Las garantías atenúan las consecuencias de la selección adversa y del riesgo moral porque reducen las pérdidas del prestamista si éste tuviera que hacer frente al incumplimiento del pago. Cuando un prestatario falta al pago, el prestamista puede proceder a ejecutar la garantía, para así compensar al menos parte de las pérdidas acarreadas por el incumplimiento del pago. Pero si los precios de los activos de una economía caen, arrastrando con ellos el valor de las garantías, vuelve a aparecer el fantasma de los problemas de la información asimétrica.

¹ Nota del editor: Es bien sabido que el precio de un instrumento financiero es una función inversa y no lineal del rendimiento o tipo de interés. El concepto “duración” de un título (instrumento financiero en general) se utiliza comúnmente para obtener una fácil regla para calcular los cambios porcentuales en el precio de los bonos con independencia de las características del título ante variaciones porcentuales de los tipos de interés. La “duración” de un instrumento financiero es la media de los períodos a lo largo de los que se extiende la vida de dicho instrumento, ponderados por el valor actual de los flujos de caja que vencen en dichos períodos.

- *Disminución del valor patrimonial neto.* El patrimonio neto cumple una función similar a la de las garantías y avales. Si el patrimonio neto de una empresa es elevado, cuando ésta falta al pago de la deuda, el prestamista puede reclamar su derecho sobre dicho valor neto, liquidarlo, y emplear los ingresos así obtenidos para resarcirse de algunas de las pérdidas acarreadas por el préstamo fallido. A su vez, un neto patrimonial elevado reduce los incentivos de los prestatarios para intentar aprovecharse del riesgo moral, ya que ahora es más lo que se juegan y tienen por tanto más que perder si faltan a la devolución del préstamo. La trascendencia del patrimonio neto de las empresas explica por qué el desplome de los mercados bursátiles puede dar origen a un período de inestabilidad financiera (Greenwald y Stiglitz, 1988; Bernanke y Gertler, 1989; Calomiris y Hubbard, 1990). En efecto, una caída repentina del mercado de valores hace que descienda el valor de mercado del patrimonio neto de una empresa. Dicha reducción alienta a los prestatarios a emprender actividades de riesgo moral, y deja a los prestamistas más vulnerables ante las consecuencias de la selección adversa (porque el respaldo de su préstamo, el valor neto patrimonial, ha caído). A medida que aumentan los problemas de selección adversa y de riesgo moral en los mercados financieros, disminuyen tanto la actividad crediticia como la económica.
- *Subida de los tipos de interés.* El aumento de los tipos de interés no sólo tiene el efecto directo de incrementar los problemas de selección adversa, como acabamos de ver, sino que también puede potenciar la inestabilidad financiera a través de los balances tanto de las empresas como de las economías domésticas. Con la subida de tipos aumentará el pago de intereses de particulares y empresas, disminuirá su flujo de caja neto y consiguientemente se deteriorará su situación económica y sus balances, como señalaron Bernanke y Gertler (1995) en su excelente resumen de los estudios sobre la transmisión monetaria vista desde una perspectiva crediticia. En consecuencia, los prestamistas que pudieran conceder crédito a dichas empresas y economías domésticas han de hacer frente a problemas de selección adversa y riesgo moral de mayor calado, de lo que se deriva una vez más un descenso en la actividad crediticia y en la actividad económica. Así, la mala situación económica de empresas y particulares proporciona una razón adicional que ayuda a comprender por qué la subida repentina de tipos puede convertirse en uno de los factores desencadenantes de la inestabilidad financiera.
- *Cambios inesperados de la inflación.* Los cambios inesperados en la tasa de inflación pueden así mismo influir en la situación económica y en los balances de los prestatarios. En las economías que han venido

experimentando una inflación moderada durante un período de tiempo prolongado, los contratos de deuda de larga duración suelen tener el pago de intereses establecido en términos nominales durante un período de tiempo considerable (sin cláusulas de revisión). Cuando resulta que la inflación es inferior a la prevista, lo cual puede venir motivado bien por una desinflación inesperada, como ocurriera en Estados Unidos a principios de la década de los 80, o bien por una deflación abierta, como la que ha presenciado Japón recientemente, el valor de las deudas de las empresas aumenta en términos reales por lo que también en términos reales su valor patrimonial neto disminuirá. La descapitalización, como acabamos de ver, hace que aumenten los problemas de selección adversa y de riesgo moral a los que han de enfrentarse los prestamistas, reduciéndose así la inversión y la actividad económica.

En el caso de las economías de mercado emergentes, un descenso imprevisto de la inflación no repercute de una forma tan directa y negativa en los balances de las empresas como en los países industrializados. En muchos de los países de mercados emergentes, los contratos de deuda tienen una duración muy breve, y, dado que las condiciones de dichos contratos se someten a continua revisión para recoger las previsiones de inflación, una inflación inesperada

apenas sí tiene algún efecto real. De esta forma, uno de los mecanismos que ha propiciado situaciones de inestabilidad financiera en los países industrializados no ha tenido prácticamente ningún efecto en muchos de los países de mercados emergentes.

- *Cambios inesperados del tipo de cambio.* Sin embargo, por otro lado, estos últimos países han de lidiar con al menos un factor que puede tener extrema importancia para desencadenar una situación de inestabilidad financiera a través de los balances y que no es relevante (apenas tiene efectos reales) en la mayoría de los países industrializados; se trata de la depreciación o devaluación inesperadas del tipo de cambio. Dado que se desconoce el valor futuro de la moneda nacional, a muchas empresas no financieras, así como a los bancos y a los Gobiernos de los países de mercados emergentes, les resulta más sencillo emitir deuda si dicha deuda está denominada en divisas. Cuando los contratos de deuda (préstamos, créditos, emisiones de bonos, etc.) se denominan en divisas, las empresas nacionales verán agravada la carga de su deuda como consecuencia de cualquier depreciación o devaluación inesperada de la moneda nacional, y puesto que los activos normalmente se denominan en moneda nacional y por tanto no aumentan su valor con la devaluación del tipo de cambio, su valor patrimonial neto disminuirá. El deterioro de los balances va acompañado de un

aumento de los problemas de selección adversa y riesgo moral, lo que conduce a una situación de inestabilidad financiera y a un acusado descenso de la inversión y de la actividad económica. La gran cantidad de deuda denominada en divisas fue uno de los rasgos más destacados de la estructura institucional de los mercados financieros chilenos antes de la crisis financiera de 1982, de México de 1995 y del este asiático en 1997.

4. LA INESTABILIDAD FINANCIERA EN MÉXICO Y EL ESTE ASIÁTICO

Las crisis acaecidas en los pasados años en México y el este asiático sirven para ilustrar vívidamente cómo las crisis financieras surgen de problemas de información asimétrica.² En la presente sección van a abordarse algunos hechos esenciales acerca de dichas economías

que nos indican qué factores pueden servir para explicar las crisis y cuáles no.³ En la siguiente sección pasaremos a analizar la secuencia de acontecimientos de estas crisis.

1. *Cuando comenzaron las crisis, el déficit fiscal no suponía un problema grave para los países afectados.* En 1996, antes de que la crisis financiera se dejase notar, todos los países en crisis del este asiático registraron superávit fiscal, como se muestra en el Cuadro nº2. En 1997, Tailandia fue el único país que registró un pequeño déficit. En 1994, el Gobierno de México también presentaba tan sólo un leve déficit. Estos datos parecen apuntar de forma inequívoca a que no fue una política fiscal inadecuada el factor que produjo ni la crisis monetaria ni la crisis financiera de estos países.

² En el presente artículo no se analizan otras dos crisis que tuvieron lugar en los noventa, las acaecidas en Brasil y en Rusia. La información asimétrica puede igualmente servir para justificar la crisis financiera que acució a Rusia en 1998, pero parece más apropiado considerarla un síntoma de un desajuste más amplio de la economía, y ocuparnos de la mirada de problemas de la economía rusa nos llevaría a adentrarnos en terrenos muy diferentes. Mientras tanto, la crisis brasileña se acerca, más que a una crisis financiera propiamente dicha, a una crisis tradicional de la balanza de pagos, en la que la política fiscal ocupa un lugar destacado. En el artículo tampoco se analiza lo que está aconteciendo en Japón. Este país está también atravesando un período de inestabilidad financiera con una crisis

bancaria que está haciendo estragos en la economía. Podríamos también explicar el estancamiento de la economía japonesa recurriendo al marco operacional de la información asimétrica, pero no nos vamos a ocupar de él aquí, ya que Japón no está siendo víctima de una crisis financiera propiamente dicha. No obstante, véase Mishkin (1998a) al respecto. La crisis financiera chilena de 1982 encaja igualmente en el marco de la información asimétrica aquí esbozado y se trata en Díaz-Alejandro (1985).

³ Los análisis de los hechos cruciales en las crisis de México y el este asiático pueden encontrarse en Mishkin (1996, 1999), Goldstein (1998), Radelet y Sachs (1998), Corsetti, Pesenti y Roubini (1998), el Banco Mundial (1998) y Kamin (1999).

Cuadro n°2. **Situación antes de las crisis de México y de los países del este asiático**

	México	Tailandia	Corea	Malasia	Indonesia	Filipinas
Superávit fiscal (% PIB)	-0,7	0,9	0,1	0,7	1,4	0,3
Inflación (tasa anual en %)	7,0	5,8	4,9	3,5	8,0	8,4
Apreciación real (%)	8,5	7,6	-1,1	2,1	2,9	9,0
Déficit por cuenta corriente (% PIB)	7,2	8,0	5,0	4,7	3,4	4,8
Entradas de capital (% PIB)	8,4	10,6	5,2	9,6	4,9	13,7
Crecimiento del crédito (%)	22,7	22,0	17,5	23,9	22,4	30,2
Créditos morosos (% sobre el crédito total)	10,5	15,0	16,0	7,5	11,0	5,5
Ratio deuda a corto/reservas	2,6	1,5	2,1	0,6	1,7	0,9
Ratio M2/reservas	9,0	4,9	6,2	4,0	6,2	4,9

Notas: Los datos del superávit fiscal, la inflación y el déficit por cuenta corriente corresponden a 1996 (a 1994 en el caso de México) y están evaluados conforme a los tipos de cambio establecidos en diciembre (noviembre en el caso de México). Los datos correspondientes a las entradas de capital en México son los que se registraron en 1993. Los datos de la apreciación real corresponden al período comprendido entre enero de 1993 y diciembre de 1996 (entre enero de 1991 y noviembre de 1994 en el caso de México). El crecimiento del crédito nacional recoge la media de las tasas de crecimiento anuales del período comprendido entre diciembre de 1993 y diciembre de 1996 (entre 1991 y 1994 para México). El ratio deuda a corto plazo/reservas y M2/reservas corresponden al mes previo a la crisis, esto es, junio de 1997 (noviembre de 1994 en el caso de México).

Fuentes: Estadística Financiera Internacional (FMI), Banco Internacional de Pagos, J.P. Morgan, Eschweiler (1998).

2. *Cuando estallaron las crisis, los países afectados presentaban una inflación relativamente baja.* En 1994, la inflación en México se situaba por debajo de los diez puntos porcentuales, un nivel notablemente más

bajo que el registrado con anterioridad. Del mismo modo, como puede observarse en el Cuadro n°2, justo antes de la crisis, las tasas de inflación en el este asiático se situaban por debajo del diez por ciento, y en

ocasiones eran incluso inferiores al cinco por ciento. Estos dos primeros hechos parecen dar a entender que, en general, antes de las crisis dichos países tenían una política monetaria y fiscal bastante adecuada.

3. *No todos los países en crisis experimentaron una apreciación del tipo de cambio real de su moneda antes de dichas crisis.* Durante los tres años que las precedieron, algunos de los países que las habían de sufrir vieron cómo sus monedas se apreciaban poco o nada. La depreciación real de la moneda de Corea del Sur fue muy ligera, mientras que la apreciación real de las monedas de Indonesia y Malasia se situó por debajo del 5%, y las monedas de Tailandia, Filipinas y México se apreciaron en términos reales entre 5% y 10%. De esta forma, aunque acaso pudiera ser que la apreciación real del tipo de cambio hubiese influido en las crisis de Tailandia, Filipinas y México, no puede afirmarse con rotundidad que fuera uno de los factores causantes de la crisis en el resto de países.
4. *La mayor parte de los países en crisis tenían enormes déficits por cuenta corriente.* En 1994, el déficit por cuenta corriente de México (la diferencia entre las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios) alcanzaba el 7% del PIB. En 1996, Malasia, Indonesia, Filipinas y Corea del Sur registraron déficits por cuenta corriente de entre el 3% y el 5% del PIB, en tanto que el de Tailandia ascendía al 8%. Es probable que estos déficits por cuenta corriente tan elevados hayan influido en las crisis que posteriormente atravesaron estos países.
5. *La entrada de capitales en los países en crisis fue muy elevada antes del estallido de la crisis, pero la tendencia se invirtió nada más desencadenarse ésta.* Como puede verse en el Cuadro nº2, las inversiones de capital, expresadas en tantos por ciento sobre el PIB, fueron muy elevadas en todos los países en crisis, oscilando entre 5% y 14% del PIB. Cuando las crisis se desataron, se invirtió la tendencia y los flujos de capital comenzaron a salir de estos países. Una cuestión de cierta importancia todavía por resolver es si las salidas de capital fueron una de las causas o solamente un síntoma de las crisis financieras de estos países.
6. *Antes de las crisis en todos los países afectados por crisis tuvo lugar un boom crediticio y la actividad crediticia de las entidades bancarias creció a una velocidad desenfrenada.* En el período comprendido entre 1991 y 1994, el crecimiento del crédito en el sector bancario alcanzó un promedio anual superior al 20%. Por lo que respecta a los países en crisis del este asiático, el crecimiento del crédito en el sector bancario entre 1993 y 1996 se situó en términos medios entre un 17% y un 30% al año. Sin embargo, si queremos

explicar el crecimiento global del crédito, no podemos centrarnos únicamente en el sector bancario, ya que, como señalan Corsetti, Pesenti y Roubini (1998), en el caso concreto de Tailandia, el crédito creció mucho más en lo que respecta a las entidades de financiación de ventas a plazos y otras entidades financieras no pertenecientes al sector propiamente bancario que en el caso de las entidades bancarias. De esta forma, parece que los *booms* crediticios pudieran haber causado serios problemas en el sector financiero, lo cual concuerda con los datos de Gavin y Hausman (1996) y Kaminsky y Reinhart (1999), que en general concluyen que los *booms* crediticios son un indicador destacado para predecir las crisis bancarias.

7. *En todos los países afectados por crisis la situación financiera de los bancos se deterioró antes del estallido de las crisis.* Al comenzar la crisis, los créditos morosos y fallidos representaban ya un tanto por ciento elevado del total de créditos bancarios en todos estos países. En el Cuadro nº2 se presentan las cifras correspondientes a los créditos morosos poco después de la crisis. Los créditos morosos de Tailandia, Indonesia, Corea del Sur y México superaban el 10% del crédito bancario total, en tanto que en el caso de Malasia y Filipinas el índice se situaba entre el 5% y el 10%. (Sirva como comparación la cifra correspondiente a los Estados Unidos, donde en la

actualidad los créditos morosos representan aproximadamente un 1% del total de créditos bancarios concedidos). Es incluso probable que las cifras de México y los países del este asiático estén subestimadas, debido a que los principios contables aplicados a los créditos morosos y fallidos son muchísimo más laxos en los países de mercados emergentes que en los Estados Unidos. El deterioro de los balances de las entidades bancarias que precedió a las crisis concuerda con la hipótesis de que los problemas del sector financiero se convirtieron en el epicentro de las crisis financieras que tuvieron después lugar en dichos países.

8. *Antes de que estallara la crisis, estos países atravesaban graves problemas de liquidez.* Al inicio de la crisis, en todos estos países la proporción entre la deuda a corto plazo denominada en divisas y las reservas de divisas del Banco Central era elevada en el caso de todos los países afectados por la crisis. Un alto valor de este ratio constituye una señal de que los recursos líquidos de los que dispondrá el país para responder a sus obligaciones a corto plazo serán limitados. En junio de 1997, este ratio presentaba niveles excepcionalmente elevados en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur, al situarse en tasas de 1,5 e incluso superiores, mientras que en el caso de Filipinas y Malasia se situaba entre el 0,5 y el 1,0. En noviembre de

1994, justo antes de que estallara la crisis, en México la proporción era de 2,6. Otra medida de falta de liquidez es la proporción entre la oferta monetaria en sentido amplio (M2) y las reservas de divisas del Banco Central. Una proporción elevada indica que el sistema es vulnerable a los inversores nacionales que intentan deshacerse de sus depósitos y convertirlos en divisas si auguran que puede estar fraguándose una depreciación de la moneda nacional, dado que el Banco Central no dispondrá de reservas suficientes para afrontar el cambio de depósitos en moneda nacional por divisas. En junio de 1997, la proporción entre la M2 y las reservas superaba los seis puntos en Indonesia y Corea del Sur, en tanto que en el caso de Tailandia, Malasia y Filipinas se situaba entre 4 y 5. El ratio en México justo antes de la crisis acaecida en noviembre de 1994 era de 9. La alta tasa de iliquidez en estos países parece apuntar a que eran vulnerables a una crisis financiera (Radelet y Sachs, 1998).

5. LA SUCESIÓN DE ACONTECIMIENTOS EN LAS CRISIS FINANCIERAS DE MÉXICO Y EL ESTE ASIÁTICO

Para que la explicación de una crisis financiera resulte convincente, ha de abarcarla de principio a fin. Pero, ¿qué acontecimiento ha de tomarse como el que marca el principio de las crisis del este asiático y de México? No parece probable que las condiciones macroeconómicas sean las responsables de su inicio.

La inflación y los déficits presupuestarios eran bajos. No todas las divisas se habían apreciado, y, en cualquier caso, no parecía que la apreciación tuviese la envergadura necesaria para propiciar una crisis. Las economías que más tarde habían de atravesar la crisis sufrían déficits considerables por cuenta corriente que pueden haber influido en su desencadenamiento. Las enormes entradas netas de capital iban así mismo acompañadas de *booms* crediticios y del deterioro de la situación financiero-patrimonial de las entidades bancarias como antes se ha explicado. Como refleja el análisis llevado a cabo por Kaminsky, Lizondo y Reinhart (1997), muchos estudios empíricos están de acuerdo en que la situación de la balanza comercial por cuenta corriente no sirve como indicador para predecir las crisis financieras, algo que sí pueden hacer los indicadores que reflejan problemas de liquidez de la economía y deterioro en los balances del sector bancario. Por ello, parece sensato comenzar estudiando los aspectos que influyen en los sectores financieros y bancarios internos de estos países.

5.1. La primera etapa: el período previo a la crisis monetaria

A finales de la década de los años ochenta y durante la década de los noventa, México y los países del este asiático llevaron a cabo un proceso de liberalización financiera consistente en levantar las restricciones que pesaban sobre el techo de los tipos de interés y el tipo y cuantía de crédito permitido. El crédito

aumentó de forma espectacular, alimentado por las entradas de capital internacional.

El excesivo crecimiento del crédito y del riesgo bancario

Claro está que el problema no residía en que el crédito creciera, sino más bien en que lo hiciera tan rápidamente que la asunción de riesgos resultara excesiva. Y esto último ocurrió fundamentalmente por dos razones. En primer lugar, los bancos y demás instituciones financieras no contaban con responsables de la concesión de créditos suficientemente formados y experimentados; tampoco contaban con sistemas de evaluación de riesgos, sólidos sistemas contables y demás habilidades profesionales para la gestión que les permitieran evaluar y responder adecuadamente ante el riesgo.

La “red de seguridad” gubernamental implícita y la endeble supervisión bancaria

El problema se vio agravado cuando el rápido crecimiento del crédito, que devino en un *boom* de concesión de préstamos, superó la capacidad de control de los supervisores de las entidades. Estos no supieron analizar, seleccionar ni vigilar esta avalancha de préstamos nuevos de forma adecuada. En segundo lugar, México y los países del este asiático afectados por la crisis eran conocidos por la débil regulación y supervisión financiera de su autoridad monetaria. Por el contrario, los países del este asiático que permanecieron inmunes a la crisis –Singapur, Hong Kong y Taiwan– tenían una potente

supervisión prudencial. Cuando la liberalización financiera aumentó las oportunidades de asunción de riesgos se puso de manifiesto que estos endebles sistemas de regulación y supervisión no pudieron servir para limitar el riesgo moral creado por la “red de seguridad” desarrollada por el Gobierno y una de las consecuencias fue una asunción de riesgos elevada.

A pesar de que los Gobiernos fracasaron en la supervisión de las entidades bancarias, no es menos cierto que estuvieron ofreciendo realmente una “red de seguridad” implícita en el sentido que no permitirían que los bancos quebraran, con lo que convencieron a los depositantes, impositores y a los prestamistas extranjeros de que no había necesidad de controlar estos bancos, dado que probablemente existiesen ayudas y mecanismos de rescate gubernamentales para protegerlos en caso de insolvencia.

El tipo de cambio anclado al dólar (pegged) agrava el problema

Se entró en una dinámica peligrosa. Una vez introducida la liberalización financiera, el capital extranjero comenzó a afluir a las entidades bancarias de los países de mercados emergentes, ya que pagaban una rentabilidad muy elevada para atraer fondos que les permitieran aumentar su actividad crediticia rápidamente, y porque se pensaba que tales inversiones serían probablemente protegidas por una red de seguridad tendida por el Gobierno del país emergente o bien por alguna institución internacional,

como el Fondo Monetario Internacional. El problema que suponían las entradas de capital se agravó aún más cuando las políticas económicas públicas optaron por mantener tipos de cambio anclados (pegged) al dólar, lo cual probablemente dio a los inversores extranjeros una sensación de menor riesgo. De hecho, una de las lecciones que hay que extraer de las crisis financieras acaecidas estos últimos años es que la vinculación de una moneda a una divisa de referencia (los “tipos de cambio anclados”) tiene un coste oculto, dado que puede alentar una asunción de riesgo y unos flujos de capital excesivos (Mishkin, 1998b).

El deterioro de los balances de los bancos

Como ya apuntamos anteriormente, en México y en el este asiático las entradas de capital alcanzaron en promedio más del 5% del PIB durante los tres años que precedieron a la crisis. Fue el sector bancario el que más se benefició de las entradas de capital privado, sobre todo el de las economías de mercados emergentes en el Pacífico Asiático (Folkerts-Landau et al., 1995). Las entradas de capital alimentaron un *boom* crediticio que llevó a las entidades bancarias a asumir elevadísimos riesgos, lo que a su vez provocó enormes pérdidas por impago de préstamos y créditos y el consiguiente deterioro de los balances de las entidades bancarias y otras instituciones financieras.

Este deterioro de los balances bancarios podría haber sido suficiente, por sí mismo, para abocar a estos países a una crisis financiera y económica. Como ya

se explicó el deterioro de los balances de las entidades bancarias puede conducir fácilmente a que éstas como mínimo limiten el crédito, e incluso puede traducirse en una crisis bancaria generalizada que lleve a muchos bancos a la insolvencia, haciendo así desaparecer casi por completo la capacidad del sector bancario para conceder préstamos. La escasez crediticia resultante puede hacer que una economía se tambalee.

La caída del mercado bursátil

La caída del mercado bursátil y el incremento de la incertidumbre fueron factores adicionales que provocaron el desarrollo de la crisis en México, Tailandia y Corea del Sur. (Las caídas bursátiles acontecidas en Malasia, Indonesia y Filipinas tuvieron lugar al mismo tiempo que se iniciaba la crisis). La economía de México se vio tocada por una serie de acontecimientos políticos de gran calado, ocurridos en 1994, que generaron una situación de incertidumbre: concretamente, el asesinato de Luis Donaldo Colosio, candidato a la presidencia presentado por el PRI, el partido en el poder, y el levantamiento campesino en el estado sureño de Chiapas. La bolsa alcanzó un máximo en septiembre de 1994, pero mediado el mes de diciembre la cotización de las acciones había caído casi 20 puntos. En enero de 1997, Hanbo Steel, un destacado conglomerado coreano, quebró, convirtiéndose así en el primer conglomerado que fue a la bancarrota en un período de diez años. Poco después, Sammi Steel y Kia Motors también se declararon en

quiebra. En Tailandia, Samprosong Land, una importante promotora inmobiliaria, incumplió el pago de su deuda externa a principios de febrero de 1997, con lo cual las instituciones financieras que habían concedido créditos al mercado inmobiliario comenzaron a tener serios problemas y el Banco Central tailandés tuvo que aportar préstamos por un valor superior a los 8 millardos de dólares para mantenerlos a flote. Finalmente, en junio, la quiebra de Finance One, una importante entidad tailandesa de financiación de ventas a plazos, provocó pérdidas considerables tanto a los acreedores nacionales como a los foráneos. Estos acontecimientos no hicieron sino incrementar la ya de por sí generalizada incertidumbre de los mercados financieros de Tailandia y Corea del Sur, y los mercados de valores de ambos países cayeron considerablemente. Sobre los máximos alcanzados a principios de 1996, la cotización de las acciones coreanas cayó 25 puntos porcentuales y la de las acciones tailandeses un 50 por ciento.

El aumento de la incertidumbre y el descenso del patrimonio neto que siguieron a la caída del mercado bursátil acrecentaron los problemas de información asimétrica, por las razones apuntadas con anterioridad: se hizo más complicado discernir entre los “buenos” y los “malos” prestatarios; y, con el descenso del patrimonio neto, cayó el valor de las garantías aportadas por las empresas y aumentó el incentivo para realizar inversiones arriesgadas, al tener menos fondos propios que perder en caso de fracasar las inver-

siones. La mayor incertidumbre y las caídas del mercado bursátil que tuvieron lugar antes de la crisis, junto con el deterioro de los balances de las entidades bancarias, agravaron los problemas de selección adversa y de riesgo moral y llevaron a las economías hacia una crisis financiera grave.

El peligro de una política monetaria expansiva en las economías de mercado emergentes

En los países industrializados, cuando tiene lugar una crisis financiera y el sistema financiero amenaza con agarrotarse, los Bancos Centrales nacionales pueden tratar de solucionar el problema echando mano de una política monetaria expansiva, que aumente la disponibilidad de crédito, y con un prestamista de última instancia que limite el grado de inestabilidad del sistema bancario.³ Sin embargo, en los mercados emergentes, donde puede ponerse en duda la credibilidad del Banco Central en la lucha contra la inflación y los contratos de deuda son normalmente a corto plazo y están denominados en divisas, la combinación de una política monetaria expansiva y un prestamista de última instancia se convierte en un arma de doble filo –que puede tanto exacerbar la crisis financiera como aliviarla.

En las economías emergentes, dado que la reputación del Banco Central en la lucha contra la inflación es escasa, es

³ Mishkin (1991) analiza cómo pueden emplearse en los países industrializados una política monetaria expansiva y un prestamista de última instancia para controlar los problemas de información asimétrica, fomentando así la recuperación económica.

probable que si se recurre a una política monetaria expansiva la inflación prevista aumente espectacularmente, contribuyendo con ello a incrementar los tipos de interés nominales y a que la moneda nacional se deprecie bruscamente. Esto, a su vez, conduce a un doble maleficio (*double whammy*), en el cual los pagos por intereses de la deuda externa son más elevados debido a dos razones: por un lado, los tipos de interés nominales a corto plazo son más altos; y, por otra parte, la moneda se deprecia –todo lo cual contribuye a que se agrave el deterioro de los balances de las empresas y las entidades bancarias. Así, en una economía emergente, una política monetaria expansiva puede venir a aumentar los problemas de selección adversa y de riesgo moral sufridos por los mercados financieros como consecuencia de una crisis financiera.

Por razones similares, en una economía de mercado emergente puede ser que el Banco Central no tenga éxito si pretende ejercer de prestamista de última instancia. Cuando la Reserva Federal de los Estados Unidos se ha embarcado en operaciones de prestamista de última instancia, como ocurrió en el desplome bursátil de 1987, casi nunca los mercados creían que tales acciones fuesen a aumentar la inflación significativamente. Sin embargo, en el caso de un Banco Central que no cuente con tanta credibilidad en el combate de la inflación, puede que la política de préstamos del Banco Central al sistema financiero –aun cuando el Banco Central actúe con la retórica del pres-

tamista de última instancia– suscite el temor de que la inflación se dispare, con los efectos subsiguientes de unos tipos de interés nominales más elevados, depreciación de la moneda y un deterioro aún mayor de los balances.

Es sabido que la debilidad del Banco Central para responder a una crisis financiera, genera la situación propicia para una crisis monetaria. Con un sistema bancario endeble, resulta menos probable que el Banco Central adopte las medidas necesarias para proteger la moneda interna, lo cual significa que los beneficios esperados por vender la moneda son ahora superiores. En efecto, el Banco Central de una nación con un sistema bancario debilitado recelará de subir los tipos de interés, ya que cualquier subida de tipos encaminada a impedir la depreciación de la moneda nacional deteriorará el sistema bancario, como tuvimos ocasión de explicar con anterioridad. Por tanto, cuando en un país emergente se especula con la moneda (los especuladores venden muchísima moneda nacional a cambio de divisas), el sistema bancario puede venirse abajo si el Banco Central eleva los tipos de interés en la medida que requiere la protección de su moneda. Además, la ayuda financiera destinada al sector bancario insolvente puede suponer un déficit fiscal considerable, lo que conducirá a una futura depreciación monetaria (Burnside, Eichenbaum y Rebelo, 1998).

Tanto en México como en los países del este asiático, el debilitamiento del sector bancario y el elevado grado de

iliquidez alcanzado antes de la crisis fueron los elementos que prepararon el advenimiento de la crisis monetaria. Dadas estas circunstancias, los ataques especulativos sobre la moneda pudieron provenir de diversos factores. En el caso concreto de México, los ataques especulativos surgieron al hilo de la inestabilidad política de 1994, con el asesinato de políticos que concurrían a las elecciones y el levantamiento campesino en Chiapas. Aunque el Banco Central mexicano intervino en el mercado de divisas y aumentó considerablemente los tipos de interés, no pudo contener el ataque y tuvo que devaluar el peso el 20 de diciembre de 1994. En Tailandia, los ataques se lanzaron después de que el Gobierno tratara infructuosamente de apuntalar el sistema financiero, y culminaron con la quiebra de Finance One. Al final resultó que, como el Banco Central era incapaz de defender la moneda, porque las medidas que se precisaban hubiesen sido demasiado perjudiciales para el debilitado sector financiero, no pudo aguantar los ataques. La consecuencia fue, por tanto, el derrumbamiento del baht tailandés a principios de julio de 1997. Los posteriores ataques especulativos a otras monedas asiáticas condujeron a las devaluaciones y flotaciones del peso filipino y del ringgit malayo (dólar malayo) a mediados de julio, de la rupia indonesia a mediados de agosto y del won coreano en octubre. A principios de 1998, las monedas de Tailandia, Filipinas, Malasia y Corea habían caído más de 30 puntos porcentuales, mientras que el descenso

en el caso de la rupia indonesia había sido de más de 75 puntos.

5.2. La segunda etapa: de la crisis monetaria a la crisis financiera

Hubo dos características concretas de los contratos de deuda habituales en México y el este asiático que contribuyeron a que la crisis monetaria se convirtiera en una crisis financiera completa: la escasa duración de los esos contratos de deuda y el hecho de que estuvieran denominados en divisas. Esto generó tres mecanismos a través de los cuales las crisis monetarias potenciaron los problemas de información asimétrica de los mercados de crédito, propiciando así la crisis financiera.

Devaluación de la moneda: impacto en las empresas no financieras

El primero de los mecanismos se refiere a la influencia directa de la devaluación monetaria en los balances de las empresas. Como ya se analizó con anterioridad, las devaluaciones llevadas a cabo en México y el este asiático incrementaron a las empresas nacionales la carga de la deuda que tenían denominada en divisas. Donde más se hizo notar este mecanismo fue en Indonesia, el país en el que más incidió la crisis, que vio cómo el valor de su moneda caía más de 75 puntos, con lo cual el valor en rupias de la deuda denominada en divisas se multiplicó por cuatro. Es probable que una situación de este calado fuera suficiente para llevar a la quiebra incluso a una empresa sólida si tuviera una deuda considerable denominada en moneda extranjera.

Devaluación de la moneda: impacto sobre el sector bancario fuertemente endeudado en divisas y a corto plazo

El segundo mecanismo que enlazó la crisis financiera con la crisis monetaria se dio porque la devaluación de la moneda nacional condujo a un deterioro aún mayor de los balances del sector bancario y provocó una crisis bancaria a gran escala. En México y los países del este asiático, gran parte de las deudas de las entidades bancarias estaba denominada en moneda extranjera, con lo cual su valor aumentaba bruscamente cada vez que la moneda nacional se depreciaba.

Por otra parte, dada su difícil situación, las empresas y las economías domésticas no podían satisfacer sus deudas, que se convertían así en pérdidas sobre los préstamos situados en el activo de los balances de las entidades bancarias. En consecuencia, los balances de los bancos se veían presionados tanto por el lado de los activos como por el lado de las deudas. Además, gran parte de la deuda de las entidades bancarias denominada en divisas era muy a corto plazo, con lo cual el brusco aumento del valor de dicha deuda acarreó problemas de liquidez a los bancos, puesto que resultaba preciso devolverla muy pronto. A consecuencia del deterioro de sus balances y del debilitamiento de sus recursos propios, las entidades bancarias recortaron la actividad crediticia. En el caso de Indonesia, estos acontecimientos adquirieron un cariz tal que ocasionaron una situación de pánico bancario, que hizo que numerosas entidades desaparecieran.

La devaluación provoca una escalada de la inflación

El tercer mecanismo que enlaza la crisis monetaria con la crisis financiera en los países de mercados emergentes viene dado por el hecho de que la devaluación puede llevar a una inflación todavía más elevada. En dichos países, cabe que el papel que desempeña el Banco Central en la lucha contra la inflación tenga escaso crédito. Así, tras un ataque especulativo que hace que los precios de las importaciones aumenten de inmediato, la moneda nacional se deprecia bruscamente, y a ello puede seguir un aumento espectacular tanto de la inflación real como de la prevista. Fue esto lo que ocurrió en México e Indonesia, donde después de la crisis monetaria la tasa de inflación anual creció por encima del 50 por ciento (Tailandia, Malasia y Corea del Sur impidieron que la inflación se desbocara, lo cual explica en parte que su comportamiento fuera mejor cuando se le compara con el de Indonesia). El aumento de la inflación prevista que siguió a las crisis monetarias de México e Indonesia condujo a una acusada subida de los tipos de interés nominales, lo que a su vez, si tenemos en cuenta que la corta duración de la deuda, hizo que los intereses a pagar por las empresas aumentaran desmesuradamente. Como resultado, las empresas perdieron liquidez y también se debilitaron aún más sus balances, lo que hizo que se reforzaran los problemas de selección adversa y de riesgo moral en el mercado de crédito.

Lo que indican estos tres mecanismos es que, en los países afectados, la crisis monetaria trajo consigo un acusado deterioro de los balances, tanto de las entidades financieras como de las empresas no financieras; y esto se tradujo a su vez en una contracción de la actividad crediticia y en una grave recesión económica. Los mercados financieros ya no estaban en posición de canalizar fondos a los que presentaran oportunidades de inversión productivas, y este hecho tuvo efectos devastadores sobre las economías de estos países.

6. ASPECTOS DE POLÍTICA ECONÓMICA

A la hora de prevenir una futura inestabilidad financiera es fundamental que se fomente la seguridad y la solidez del sistema financiero. Si, llegado el caso, se desencadena una crisis financiera, hay que volver a poner en marcha el sistema financiero para que vuelva a canalizar fondos a las personas que presenten oportunidades de inversión productivas. Pero, ¿qué medidas podrían adoptar los Gobiernos para que el riesgo de incurrir en crisis financieras se aminore o para superarlas cuando ya se hayan manifestado? En el ámbito internacional, un asunto a considerar es el de cómo podría una institución internacional ayudar a superar un período de crisis y evitar que se propague. En el plano interno, un Gobierno podría reformar la regulación y la supervisión del sistema bancario, con el fin de reducir el riesgo que supone otorgar crédito sin tener en cuenta la prudencia. Fi-

nalmente, son diversas las medidas que se han propuesto para ralentizar el flujo internacional de capitales, con el fin de impedir enormes fluctuaciones en las entradas y salidas de capitales, que fue uno de los factores que desató las crisis financieras de México y el este asiático.

Los Bancos Centrales de las economías emergentes tienen una capacidad muy limitada para salvar a sus países de una crisis financiera. Como ya tuvimos ocasión de comentar, si los Bancos Centrales tratan de recurrir a una política monetaria expansiva, que ponga más crédito a disposición del público, o actúan como prestamistas de última instancia, corren el riesgo de desencadenar un proceso de depreciación de la moneda nacional, junto con una posible elevación de los tipos de interés, debido a un aumento en la tasa de inflación prevista. Ambos elementos no harán sino empeorar las cosas.

La liquidez que proviene de fuentes foráneas no da lugar a tales consecuencias negativas y, además, contribuye a que se estabilice el valor de la moneda nacional, lo que viene a fortalecer la situación financiera interna. Además, una institución internacional que actúe como prestamista de última instancia puede que esté dispuesta a prevenir el contagio de la crisis, una situación en la cual el éxito de un ataque especulativo a la moneda de un mercado emergente puede derivar en el ataque a las monedas de otros mercados emergentes, causando graves trastornos financieros y económicos a medida que se difunde. Dado que los países de mercados emergentes precisan a veces un presta-

mista de última instancia, y no se puede contar con uno de carácter nacional, parece que hay un argumento razonable para que una institución internacional asuma dicho papel. De hecho, desde que la crisis financiera acuciara a México en 1994, el Fondo Monetario Internacional, así como otras organizaciones internacionales, han hecho las veces de prestamista de última instancia, suministrando créditos de emergencia a países amenazados por la inestabilidad financiera.

No obstante, una institución internacional que actúe como prestamista de última instancia entraña sus propios riesgos, entre los cuales es especialmente destacable el peligro de que, si se cree que dicho organismo va a estar permanentemente dispuesto a salvar a instituciones financieras irresponsables, puede que se aliente la asunción excesiva de riesgos, que es la que propicia en último extremo la crisis financiera. Una institución internacional que actúe como prestamista de última instancia ha de encontrar una forma de atenuar el problema del riesgo moral; de lo contrario, podría incluso contribuir a agravar la situación. Por tanto, una de las claves del problema consiste en determinar qué principios han de guiar a las organizaciones internacionales a la hora de lidiar con la inestabilidad financiera mundial y si los organismos internacionales de hoy en día son capaces de hacer frente a tamaña tarea.

En el plano interno, lo que se necesita para prevenir la inestabilidad financiera es un sistema regulador y/o supervisor que sea suficientemente sólido para im-

pedir que las instituciones financieras asuman un riesgo excesivo. La idea en la que se basa la regulación y supervisión del sistema bancario de los países desarrollados, a saber, la adecuación del capital y de los recursos propios en general a los riesgos asumidos en el activo, probablemente no sea suficiente para afianzar la seguridad y la solidez del sistema financiero en los países emergentes. Deberían estudiarse nuevos enfoques que prestaran atención no sólo a los incentivos o desincentivos para los banqueros, sino también los alicientes para los supervisores y los inversores.

Por último, mucho se ha hablado sobre si los movimientos internacionales de capital ocupan un lugar preponderante entre los factores que contribuyen a la inestabilidad global internacional. La hipótesis que hemos presentado en este artículo apunta a que, aunque la principal causa que subyace en la inestabilidad financiera es la combinación de una “red de seguridad” gubernamental y una inadecuada supervisión de las instituciones bancarias, uno de los mecanismos a través de los cuales se manifiesta el problema de la inestabilidad es el “péndulo vicioso”: entradas de capital que conducen a un boom crediticio y a que las entidades bancarias asuman un riesgo excesivo, a lo cual sigue una salida de capitales. Los peligros que acompañan a los flujos de capital nos obligan a preguntarnos si no habría que regularlos o limitarlos de alguna manera.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AKERLOF, G. (1970): "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, nº 84 (3).
- BERNANKE, B.S. y M. GERTLER (1989): "Agency Costs, Collateral, and Business Fluctuations". *American Economic Review*, nº 79.
- BERNANKE, B.S. y M. GERTLER (1995): "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, nº 9.
- BERNANKE, B.S., M. GERTLER y S. GILCHRIST (1998): "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework". NBER Working Paper 6455.
- BURNSIDE, C., M. EICHENBAUM y S. REBELO (1998): "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis". Federal Reserve Bank of Chicago, Working Paper 98-5.
- CALOMIRIS, C.W. y R.G. HUBBARD (1990): "Firm Heterogeneity, Internal Finance, and 'Credit Rationing'". *Economic Journal*, nº 100.
- CORSETTI, G., P. PESENTI y N. ROUBINI (1998): "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I and II". NBER Working Papers, nº 6833 y 6844.
- DIAMOND, D. (1984): "Financial Intermediation and Delegated Monitoring". *Review of Economic Studies*, nº 15.
- DÍAZ-ALEJANDRO, C. (1985): "Good-Bye Financial Repression, Hello Financial Crash". *Journal of Development Economics*, nº 19.
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK (1993): "The Role of the Credit Slowdown in the Recent Recession". *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, nº 18 (1).
- FOLKERTS-LANDAU, D., G.J. SCHINASI, M. CASSARD, V.K. NG, C. REINHART y M.G. SPENCER (1995): "Effect of Capital Flows on the Domestic Financial Sectors in APEC Developing Countries". KHAN, M.S. y C.M. REINHART (eds.): *Capital Flows in the APEC Region*. International Monetary Fund, Washington D.C.
- GERTLER, M. (1988): "Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview". *Journal of Money, Credit and Banking*, nº 20 (2).
- GAVIN, M. y R. HAUSMAN (1996): "The Roots of Banking Crises: the Macroeconomic Context". HAUSMAN, R. y L. ROJAS-SUÁREZ (eds.): *Banking Crises in Latin America*. Interamerican Development Bank y Johns Hopkins University Press.
- GOLDSTEIN, M. (1998). *The Asian Financial Crisis*. Institute for International Economics.
- GREENWALD, B. y J. E. STIGLITZ (1988): "Information, Finance Constraints, and Business Fluctuations". KAHN, M. y S.C. TSIANG (eds.): *Finance Constraints, Expectations and Macroeconomics*. Clarendon Press, Oxford.
- KAMIN, S.B. (1999): "The Current International Financial Crisis: How Much is New?". *Journal of International Money and Finance*.
- KAMINSKY, G. y C.M. REINHART (1999): "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems". *American Economic Review*, nº 89.
- MISHKIN, F.S. (1991): "Asymmetric Information and Financial Crises: A Historical Perspective". HUBBARD, R.G. (ed.): *Financial Markets and Financial Crises*. University of Chicago Press, Chicago.
- MISHKIN, F.S. (1996): "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective". *Annual World Bank Conference on Development Economics*.
- MISHKIN, F.S. (1998a): "Promoting Japanese Recovery" K. ISHIGAKI y H. HINO

- (eds.): *Towards the Restoration of Sound Banking Systems in Japan – the Global Implications*. Kobe University Press, Kobe.
- MISHKIN, F.S. (1998b): “The Dangers of Exchange-Rate Pegging in Emerging Market Countries”. *International Finance*, nº 1 (1).
- MISHKIN, F.S. (1999): “Lessons from the Asian Crisis”. *Journal of International Money and Finance*, nº 18.
- RADELET, S. y J. SACHS (1998): “The Onset of the East Asian Crisis”. NBER Working Paper nº 6680. NBER, Cambridge, MA.
- ROJAS-SUÁREZ, L. y S.R. WEISBROD (1994): “Financial Market Fragilities in Latin America: From Banking Crisis Resolution to Current Policy Challenges”. IMF Working Paper WP/94/117.
- STIGLITZ, J.E. y A. WEISS (1981): “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”. *American Economic Review*, nº 71.
- STIGLITZ, J.E. y A. WEISS (1983): “Incentive Effects of Terminations: Applications to Credit and Labor Markets”. *American Economic Review*, nº 73.
- WORLD BANK (1999): *Global Economic Prospects*. General Printing Office, Washington, D.C.