

LECCIONES DE LAS CRISIS MEXICANAS PARA COREA*

*Jan ter Wengel, K. S. Chalapati Rao
y Hans Visser*

RESUMEN

Las crisis financieras de México en 1982 y 1995 tuvieron una repercusión muy diferente en el sector real de la economía. Mientras que la primera causó un decenio de estancamiento, la segunda fue resuelta en un periodo relativamente corto. Aunque ambas crisis fueron causadas por la detención e inversión de la dirección de las corrientes de capital, la primera estuvo relacionada con la deuda a la banca internacional, mientras que la segunda se asocia con los instrumentos del mercado bursátil: bonos y acciones. Finalmente se demuestra que la crisis de Corea del Sur en 1997 se asemeja más a la crisis de México de 1982 que a la de 1995.

ABSTRACT

The financial crises of Mexico in 1982 and 1995 had a very different impact on the real sector. The first crisis led to a decade of stagnation while the second was resolved fairly rapidly. Although both crises were caused by a discontinuation and reversal of capital inflows, this paper argues that the distinguishing feature between the two crises is that the first one was related to international bank debt while the second one was associated with stock market instruments: equity and bonds. Finally, it is shown that the Korean 1997 crisis resembles the Mexican 1982 crisis.

INTRODUCCIÓN

Se han escrito muchos ensayos de las lecciones de la reciente crisis mexicana (Cline, 1995; Edwards, 1995; Sachs, Tornell y Velasco, 1996a y 1996b; Buira, 1996; Kenen, 1996; Griffith-Jones, 1996; Birdsall, Gavin y Hausman, 1997; Calomiris, 1998; Ffrench-Davis, 1998; Dean, 1998; Radelet y Sachs, 1998), y algunos han llegado a extraer lecciones de la crisis mexicana para la crisis del Asia Oriental

* Traducción del inglés de Eduardo L. Suárez

(Ortiz Martínez, 1998), pero sólo Calomiris, y en menor medida Ffrench-Davis, Dean, y Radelet y Sachs han tratado de extraer lecciones de las dos crisis mexicanas: la de la deuda de 1982 y la de liquidez de 1995. La comparación de las dos crisis es importante porque una condujo a un decenio de estancamiento económico (el “decenio perdido”), mientras que la segunda se resolvió rápidamente y México se encontraba ya firme en la vía de la recuperación un año después (Birdsall, Gavin y Hausman; Radelet y Sachs).

El contraste entre ambas crisis es pertinente también para las soluciones propuestas en el caso de la crisis financiera de Corea. Al contrario de lo que observamos en los ensayos antes mencionados, aquí se demuestra que, en lo que se refiere a los acreedores, la crisis coreana se parece más a la crisis mexicana de 1982 que a la de 1995. Esto implica también una diferencia con la bibliografía antes citada: la recuperación coreana podría ser lenta si se aplica el mismo programa de restructuración de la deuda del caso mexicano de 1982.

En este ensayo se examina la naturaleza de las crisis mexicanas de 1982 y 1985 en busca de claves que puedan explicar la lenta recuperación de la primera crisis en contraste con la rápida recuperación de la segunda. Se demuestra que la primera crisis se relacionaba con la deuda bancaria, en tanto que la segunda se relacionaba con instrumentos del mercado de valores: acciones y bonos. Por tanto, se sostiene aquí que la prolongada recesión que siguió a la primera crisis se debió al enfoque empleado: alargar los plazos y restructurar la deuda, en lugar de acortar y pagar la deuda.¹

El ensayo se organiza de la siguiente manera. En la sección I se examinan las crisis mexicanas de 1982 y 1985. La sección II analiza la crisis financiera coreana. Se ponderan las explicaciones del “riesgo moral” del sistema financiero nacional (Krugman, 1998; Calomiris, 1998) con el problema de la deuda bancaria internacional. Esta evaluación de la naturaleza de la crisis coreana motiva la elaboración de un modelo simple para explicar cómo el pánico bancario puede conducir a una crisis financiera en los países en desarrollo. La sección IV sostiene que la intervención del FMI valida los

¹ Reconocemos que la caída del precio del petróleo en 1986 obstruyó también la recuperación económica. No sabemos todavía si las políticas de liberación comercial de la segunda mitad del decenio de 1980 impulsaron u obstruyeron el proceso de recuperación.

supuestos muy restrictivos del modelo. Al final se concluye con un par de recomendaciones.

I. LAS CRISIS MEXICANAS DE 1982 Y 1995

La declaración del gobierno mexicano, en agosto de 1982, de que ya no podría servir la deuda desató un problema financiero internacional casi intratable que llegó a conocerse como la crisis de la deuda. La crisis de la deuda se difundió rápidamente a otros países latinoamericanos y a gran número de países en desarrollo de Asia y África.² La posibilidad del impago de tantos países ponía en peligro la subsistencia de muchos bancos de los países industrializados y generaba cierta preocupación acerca de sus repercusiones para el propio sistema financiero internacional.

Los peligros para los bancos internacionales y el sistema financiero mundial desaparecieron rápidamente, pero los problemas de los países endeudados no se resolvieron con la misma celeridad. En consecuencia, los países en desarrollo, en particular los de la América Latina, debieron luchar con un problema que determinaría su contracción y estancamiento económicos durante un decenio.³

La recuperación de la crisis de la deuda a principios del decenio de 1990 se vio sacudida por México de nuevo en diciembre de 1994. En ese momento México enfrentaba una crisis de divisas que lo llevaría a devaluar el peso. La crisis financiera mexicana se extendió por toda la América Latina, donde llegó a conocerse como el “efecto Tequila”. Esta última crisis financiera provocó una contracción económica en México y en muchos otros países latinoamericanos en 1995, pero para 1996 ya había nuevos indicios de crecimiento.

En esta sección comparamos estos dos acontecimientos para determinar los factores que provocaron un decenio de contracción y estancamiento en la crisis de 1982 y una contracción de un solo año en la crisis de 1995. A fin de realizar este ejercicio nos centramos en el caso de México en aras de la brevedad. Además, limitamos nuestro análisis a las cuentas externas. No queremos minimizar la importan-

² Debe advertirse que este efecto de contagio ha sido generalmente aceptado, pero no ha sido objeto de un análisis cuidadoso.

³ Nótese que el problema de la deuda no se ha resuelto en muchos países africanos que continúan padeciendo el estancamiento económico.

cia de las políticas internas aplicadas, pero creemos que tales políticas se reflejan adecuadamente en las cuentas externas.

Con los datos del *International Financial Statistics*, una publicación del Fondo Monetario Internacional, podemos seguir la evolución de los agregados de la cuenta externa mexicana desde 1979. El cuadro 1 muestra que, entre 1979 y 1981, la cuenta financiera cubría ampliamente el déficit de la cuenta corriente. El cuadro muestra también que la situación cambió de manera drástica entre 1981 y 1982: la entrada de capital bajó de 26 mil a 3 mil millones de dólares. De acuerdo con la descripción que hacen Jorgensen y Sachs (1989) de la crisis del decenio de 1930, podría sostenerse que la gran reducción de las entradas de capital provocó la crisis y la suspensión del servicio de la deuda externa.

CUADRO 1. *La crisis de la deuda mexicana*

(Millones de dólares)

Año	Cuenta corriente	Cuenta financiera	Inversión			Otras inversiones					
			directa		Inversión en cartera	Activos			Pasivos		
			Pasivos	Activos		Pasivos	Total	Bancos	Otros sectores	Total	Bancos
1979	-5 409	5 120	1 332	-51	-342	-1 751	0	-1 751	5 932	2 324	3 788
1980	-10 422	11 508	2 090	-17	60	-1 229	-179	-1 050	10 604	3 778	6 058
1981	-16 240	26 601	3 078	165	996	-4 425	-1 204	-3 221	26 787	13 141	11 765
1982	-5 889	2 923	1 901	275	645	-1 101	1 228	-2 329	1 203	-813	-1 520
1983	5 866	-3 275	2 192	-134	-519	-3 551	-1 091	-2 460	-1 263	1 769	-14 066
1984	4 183	81	1 542	-320	-435	-1 580	95	-1 675	874	658	-8 584
1985	800	-612	1 984	-389	-595	-989	-57	-932	-623	123	-12 332

FUENTE: FMI, *International Financial Statistics* (CD-ROM marzo de 1998).

Dado que la reducción de las corrientes financieras causó la crisis financiera, debemos investigar en seguida si alguno de los componentes de la cuenta financiera puede singularizarse como el núcleo del cambio de la cuenta agregada. La cuenta financiera es la suma de las cuentas siguientes: inversión directa, inversión en cartera y otras inversiones. Cada una de estas cuentas tiene dos partes: activos y pasivos. Por tanto, hay seis cuentas cuya influencia en la cuenta financiera debemos examinar.

Observando las diversas cuentas advertimos de inmediato que la inversión extranjera directa (IED) no ocasionó un cambio drástico en

la cuenta financiera. Los activos de la IED no son importantes y no se registraron en el *International Financial Statistics* (IFS). La IED en México declinó de 3 mil a 2 mil millones de dólares entre 1981 y 1982. Sin embargo, esta disminución no aporta mucho a la explicación del descenso de 23 mil millones de dólares en la cuenta financiera.

Las cuentas de inversiones en cartera —activos y pasivos— eran muy modestas a principios del decenio de 1980. Aunque muestran gran variación entre 1979 y 1985, entre 1981 y 1982 fueron responsables de una reducción de 461 millones de dólares en la cuenta financiera: una suma pequeña en comparación con la de 23 mil millones de dólares que debemos explicar.

Los activos de las otras inversiones mostraron una declinación de 3 mil millones de dólares en la cantidad de capital exportado como depósitos, préstamos y créditos comerciales. Por tanto, esta cuenta amortiguó la caída de la cuenta financiera que de otro modo habría sido 3 mil millones de dólares mayor. Dentro de esta cuenta, los bancos mexicanos dejaron de hacer depósitos o préstamos en el exterior y repatriaron 1 200 millones de dólares en 1982. Los otros sectores de la economía —excluyendo a las autoridades monetarias, el gobierno y los bancos— redujeron sus créditos externos en 900 millones de dólares.

Los pasivos de las otras inversiones ayudan en gran medida a explicar la crisis financiera mexicana de 1982. Después de una entrada de capital cercana a 27 mil millones de dólares en 1981, al año siguiente sólo ingresaron 1 200 millones de dólares. Las cuentas responsables de la caída fueron las de los bancos y otros sectores (los demás sectores de la economía con exclusión de las autoridades monetarias, el gobierno y los bancos).

La entrada de capital en la modalidad de depósitos y préstamos a los bancos bajó de 13 mil millones de dólares en 1981 al requerimiento de pago de 800 millones de dólares en 1982. Los demás sectores dejaron de recibir cerca de 12 mil millones de dólares y además debieron hacer un pago de 1 500 millones de dólares en 1982. Los pagos hechos por los demás sectores aumentaron hasta 14 mil millones de dólares en 1983.

La crisis financiera hizo que la economía se estancara en 1982 y se contrajera en términos reales en 1983. El producto interno bruto *per capita* disminuyó 9% entre 1981 y 1983 y permaneció estancado.

CUADRO 2. *La disminución del PIB per capita en México después de 1982^a*

Año	PIB per capita (nuevos pesos, precios de 1990)	Tasa de crecimiento anual (porcentaje)
1981	8 782	5.97
1982	8 533	-2.83
1983	8 056	-5.60
1984	8 152	1.19
1985	8 157	0.07
1986	7 741	-5.10
1987	7 717	-0.31
1988	7 662	-0.72
1989	7 848	2.43
1990	8 066	2.78
1991	8 245	2.22
1992	8 382	1.66
1993	8 389	0.08
1994	8 593	2.44

FUENTE: FMI, *International Financial Statistics* (CD-ROM, marzo de 1998).

^a No se presentan las cifras para 1995 y 1996 porque hubo un cambio en las series de población.

En efecto, como se observa en el cuadro 2, el PIB real *per capita* no había recuperado su nivel de 1981 todavía en 1994, cuando estalló una nueva crisis financiera.

Al contrario de la experiencia del decenio de 1980, la crisis financiera de 1995 no ocasionó una recesión prolongada. Por eso nos preguntamos: ¿qué hizo diferente a la crisis financiera de 1995?

El cuadro 3 muestra que, al igual que a principios del decenio de 1980, la cuenta financiera superaba fácilmente el déficit de cuenta corriente a principios del decenio de 1990. En 1993 la cuenta corriente mostró un déficit de 23 mil millones de dólares que se financió con una entrada de capital de 33 700 millones de dólares. Pero en 1994 la entrada de capital disminuyó en 18 mil millones de dólares. Esta disminución fue seguida por una reversión de la corriente de capital entre 1994 y 1995. La entrada de capital de 15 mil millones de dólares fue sustituida por una salida de 10 mil millones en 1995.

Un examen de las cuentas componentes —inversión directa, inversión en cartera y otras inversiones— indica que los pasivos de las otras inversiones tuvieron poca relación con la reversión de la cuenta financiera de 43 mil millones de dólares entre 1993 y 1995. Como

CUADRO 3. *La crisis mexicana de 1995*

(Millones de dólares)

Año	Cuenta corriente	Cuenta financiera	Pasivos de inversión directa	Inversión en cartera		Otras inversiones			
				Activos	Pasivos	Activos	Pasivos		
							Total	Bancos	Otros sectores
1990	-7 451	8 441	2 549	-7 354	3 369	-1 345	11 222	9 061	504
1991	-14 888	25 139	4 742	-603	12 741	-395	8 654	7 845	2 263
1992	-24 442	27 039	4 393	1 165	18 041	4 387	-947	1 626	3 294
1993	-23 400	33 760	4 389	-564	28 919	-3 038	4 054	3 622	1 568
1994	-29 662	15 787	10 973	-767	8 182	-4 903	2 302	2 799	488
1995	-1 576	-10 487	9 526	-662	-9 715	-6 694	-2 942	-5 297	2 933
1996	-2 330	6 133	9 186	544	13 417	-6 885	-10 129	-2 965	2 891
1997	-7 453	18 898	12 477	-708	5 038	7 425	-5 334	-2 998	1 658

FUENTE: FMI, *International Financial Statistics* (CD-ROM marzo de 1999).

se observa en el cuadro 3, los pasivos de la cuenta de otras inversiones disminuyeron sólo 1.7 y 5.2 mil millones de dólares entre 1993–1994 y 1994–1995, respectivamente. Así pues, aunque estas cuentas podrían haber contribuido a la crisis, no se les puede atribuir el papel principal como en la crisis de 1982.

Los activos de las otras inversiones contribuyeron moderadamente a la caída de la cuenta financiera en 1993–1995. La salida de capital aumentó 3 600 millones de dólares entre 1993 y 1995. Así pues, podría asignarse a esta cuenta un papel contribuyente, pero no un papel principal.

La cuenta de la inversión directa en México mostró una tendencia creciente en 1994 y permaneció estable en 1995. Por tanto, tendió a amortiguar la declinación de la cuenta financiera. La inversión extranjera directa disminuyó ligeramente en 1995, pero permaneció por encima de la de cualquier año anterior a 1993.

Al eliminar las otras cuentas como causantes de la caída de la cuenta financiera, nos queda como candidato la cuenta de la inversión en cartera. Los activos de esta cuenta, que representan las inversiones mexicanas en el exterior, son muy pequeños y no necesitan ser considerados en detalle. En cambio, los pasivos de la cuenta de cartera habían crecido hasta representar 85% de la cuenta financiera en 1993. Además, los pasivos de la cuenta de cartera mostraron

una caída de 20 mil millones de dólares entre 1993 y 1994. Así pues, la caída de esta cuenta explica con creces la declinación de la cuenta financiera entre 1993 y 1994. Además, esta cuenta explica también el 70% de la caída de la cuenta financiera entre 1994 y 1995. El 30% restante se explica por la reversión de los préstamos otorgados a los bancos. Los bancos obtuvieron préstamos por un valor de 2 800 millones de dólares en 1994, en tanto que en 1995 se vieron obligados a pagar 5 300 millones de dólares.

Podríamos concluir que la crisis de 1995 fue provocada por una salida de los inversionistas de cartera. Los préstamos bancarios no desempeñaron un papel principal, aunque tendieron a agravar la crisis cuando ya estaba en marcha. La crisis y la contracción económica de 1995 fueron efímeras. Para 1996 se reanudaban las corrientes de capital hacia México y el PIB mostraba un incremento. Así pues, la corriente de capital de cartera hacia México aumentó 24 mil millones de dólares entre 1995 y 1996. El PIB real creció 5% en 1996. Lo que debemos aclarar es por qué la crisis de 1995 se resolvió tan rápidamente en comparación con la crisis de 1982.

II. LA CRISIS COREANA DE 1997

Hace un año Corea era conocida como un milagro económico que mostraba:⁴ *i*) una tasa de crecimiento anual promedio de 8% durante los pasados 28 años; *ii*) un superávit fiscal desde 1980; *iii*) un sector público relativamente pequeño con una tasa de gasto público de 25% del PIB y una deuda del sector público de sólo 3% del PIB; *iv*) una tasa de desempleo de 2%, y *v*) una tasa inflacionaria cercana a 5% en los recientes años.

El punto débil de la economía coreana era el déficit rápidamente creciente de la balanza de cuenta corriente en el periodo de tres años terminado en 1996, último año para el cual el FMI tenía estadísticas en marzo de 1998.

Hacia el final de 1997 Corea estaba enredada en una crisis con el derrumbe de los precios del mercado de valores, una gran devaluación del won, semiquiebras bancarias generalizadas y problemas

financieros, si no es que verdaderas quiebras, en gran número de empresas. Naturalmente nos preguntamos qué pudo haber causado este cambio tan rápido en la situación de Corea del Sur.

En su análisis de la crisis asiática Krugman (1998) descarta los modelos de “primera generación” basados en la existencia de déficit persistentes financiados por el gobierno porque, “en vísperas de la crisis, todos los gobiernos tenían más o menos un equilibrio fiscal y no recurrían a una creación de crédito irresponsable ni a la expansión monetaria desenfadada”.⁵

Tras descartar la posibilidad de que la crisis coreana se explicara como una crisis monetaria tradicional, Krugman propuso las hipótesis siguientes: aunque las instituciones financieras no recibían garantías explícitas de los gobiernos, la mayoría de quienes proporcionaban fondos a las compañías financieras y a los bancos creían que serían protegidos contra el riesgo. Dado que los intermediarios operaban en gran medida sin regulación y estaban sujetos al “riesgo moral”, hacían préstamos demasiado riesgosos. Estos préstamos excesivos condujeron a sobrepuestos de los activos y al círculo vicioso de crecientes precios de los activos y crecientes préstamos. Exploraron las burbujas en diversos países asiáticos y así anunciaron el estallido de la crisis asiática.

La hipótesis de la burbuja propuesta por Krugman podría explicar cómo se inició el ciclo de la crisis, pero no incluye la dimensión internacional del problema. Nosotros proponemos que el problema se agravó por la manera como cubrió Corea sus crecientes déficit de cuenta corriente en el decenio de 1990.

En busca de explicar la secuencia de los acontecimientos durante la crisis de la deuda latinoamericana del decenio de 1980, así como las crisis más recientes del Sureste Asiático, Calomiris (1998) propuso:

Las crisis financieras de estas economías tendieron a pasar por tres etapas: *i*) pérdidas iniciales, seguidas de incrementos deliberados del riesgo de los préstamos bancarios; *ii*) incrementos consiguientes de la probabilidad de una devaluación, seguidos de aumentos deliberados del riesgo monetario por parte de los bancos, y *iii*) una gran devaluación y pérdidas enormes para los bancos y los contribuyentes.⁶

⁴ Brian Reading, *Financial Times*, 20 de diciembre de 1997.

⁵ Krugman, (1998), p. 2.

⁶ Calomiris (1998), p. 282.

Al igual que Krugman, Calomiris llega a la conclusión de que el problema se debió al riesgo moral al que fueron sometidos los bancos como resultado de la protección correcta o incorrectamente percibida, del gobierno o el banco central, para los problemas financieros del país. Al contrario de Krugman, Calomiris reconoce de modo claro la relación con fuentes de crédito extranjeras como un elemento fundamental en la evolución de la crisis analizada. A diferencia de Calomiris, quien limita su análisis al riesgo moral enfrentado por los bancos nacionales, en las secciones siguientes proponemos que los bancos internacionales que prestan a bancos y empresas del país en problemas lo hacen sujetos al riesgo moral. Aquí examinamos en primer término cómo financió Corea sus déficit de cuenta corriente.

A partir de 1990 la cuenta corriente se tornó negativa y, con la excepción de 1993, permaneció negativa en todo el periodo de 1990-1997. En el periodo 1990-1996 hubo grandes entradas de capital netas, muy por encima de los déficit de cuenta corriente (71 mil millones de dólares de entradas netas contra un déficit total de 48 mil millones), que generó una entrada neta excedente de 23 mil millones. Las entradas se debieron primordialmente a: la cuenta de pasivos de otras inversiones, sobre todo los préstamos de bancos extranjeros y los créditos comerciales (75 mil millones de dólares: 37 mil millones para los bancos y 43 mil millones para empresas privadas no bancarias) e inversiones en cartera (61 mil millones de dólares). Así pues, Corea, como México en 1982 y Corea en el periodo 1976-1985, recurrió antes que todo a los préstamos extranjeros para financiar su déficit de cuenta corriente.

La experiencia mexicana de 1982 demostró que el crédito bancario obtenido mediante un alargamiento de los plazos podría desaparecer con gran rapidez. La entrada positiva de la cuenta financiera, de 24 mil millones de dólares en 1996, se convirtió en una salida de 9 mil millones en 1997. La reversión de 33 mil millones de dólares puede imputarse a la cuenta de "pasivos de otras inversiones" que fortuitamente declinó también en 33 mil millones. Las entradas para bancos y empresas, de 10 mil y 15 mil millones de dólares respectivamente en 1996, se convirtieron en salidas de 10 mil y 3 mil millones respectivamente en 1997. La cuenta de "pasivos de otras inversiones" habría disminuido en 38 mil millones de dólares si el gobierno

no hubiera obtenido créditos externos por valor de 5 mil millones. Sin embargo, debe advertirse que la entrada de inversiones en cartera disminuyó también, de 21 a 12 mil millones de dólares.

CUADRO 4. Corea: Déficit de cuenta corriente y principales renglones de la cuenta financiera durante 1990-1997

(Millones de dólares)

Año	Cuenta corriente	Cuenta financiera	Inv. extranjera directa	Inv. directa en Corea	Inversiones en cartera		Activos de otras inversiones		Pasivos de otras inversiones			
					Activos	Pasivos	Total	De los bancos	Total	Go-bierno	Bancos	Otros
1990	-2 003	2 896	-1 052	789	-134	218	-2 425	-2 244	5 500	-795	1 942	4 353
1991	-8 317	6 741	-1 489	1 180	717	2 338	-3 006	-1 810	7 001	-703	4 247	3 458
1992	-3 944	6 994	-1 162	728	849	4 953	-3 299	-3 291	4 924	-693	1 820	3 798
1993	990	3 216	-1 340	588	-538	10 553	-4 592	-3 993	-1 455	-1 827	720	-348
1994	-3 867	10 732	-2 461	809	-2 028	8 149	-7 369	-5 061	13 632	-336	7 368	6 600
1995	-8 507	17 273	-3 552	1 776	-2 284	13 875	-13 991	-9 199	21 450	-603	11 389	10 664
1996	-23 006	23 924	-4 670	2 325	-5 998	21 183	-13 487	-8 173	24 571	-522	9 952	15 142
1997	-8 167	-9 195	-4 449	2 844	2 008	12 287	-13 568	-8 336	-8 317	4 694	-9 785	-3 226
Acum. 1990-1997	-56 821	62 581	-20 174	11 039	-7 409	73 555	-61 736	-42 106	67 307	-786	27 652	40 441

FUENTE: FMI, *International Financial Statistics* (CD-ROM, septiembre de 1998).

A fin de tener una idea de la fragilidad de la economía coreana por el endeudamiento con bancos extranjeros, en el cuadro 5 presentamos la deuda consolidada de Corea con los bancos de la esfera del Banco de Pagos Internacionales.⁷ Este cuadro muestra dos hechos sobresalientes: primero, del total de la deuda de 103 mil millones de dólares de fines de junio de 1997, 70 mil millones habían sido contratados con un vencimiento a corto plazo. Al mismo tiempo, Corea tenía reservas por un valor de 34 mil millones, cerca de la mitad de su deuda a corto plazo. Así pues, sin considerar que la mayor parte de las deudas había sido contratada, por el sector privado, la esencia del problema era que Corea enfrentaría inevitablemente una crisis monetaria si uno o más bancos demoraban el alargamiento de los plazos de sus préstamos. Segundo, que durante el segundo semes-

⁷ Alemania, Austria, Bélgica, Canadá, Dinamarca, España, Estados Unidos, Finlandia, Francia, Holanda, Irlanda, Italia, Japón, Luxemburgo, Noruega, Reino Unido, Suecia.

tre de 1997 los bancos ya habían empezado a cobrar sus préstamos, recaudando 11 mil millones de dólares, o sea 15% de sus préstamos de corto plazo. El total de los créditos disminuyó en poco más de 9 mil millones de dólares, o sea 9%. Tercero, que los bancos continuaron retirando fondos de Corea a un ritmo mayor aún durante el primer semestre de 1998, ¡tras el acuerdo de diciembre de 1997 con el Fondo Monetario Internacional!

CUADRO 5. *Créditos internacionales consolidados en todas las monedas: Créditos frente a Corea*
(Millones de dólares)

Inicio de periodo	Total	Créditos a corto plazo ^a	Participación de los créditos a corto plazo en el total (porcentaje)	Sector público	Bancos	Otros agentes privados	Participación en el total (porcentaje)		
							Sector público	Bancos	Otros agentes privados
Junio, 1994	48 132	34 908	72.53	3 770	31 979	12 372	7.83	66.44	25.70
Diciembre	56 599	40 143	70.93	4 931	37 027	14 624	8.71	65.42	25.84
Junio, 1995	71 430	51 439	72.01	5 518	47 583	18 308	7.73	66.61	25.63
Diciembre	77 392	54 130	69.94	5 167	52 209	19 921	6.68	67.46	25.74
Junio, 1996	88 027	62 332	70.81	5 940	57 852	24 141	6.75	65.72	27.42
Diciembre	99 953	67 506	67.54	5 677	65 896	28 310	5.68	65.93	28.32
Junio, 1997	103 432	70 182	67.85	4 390	67 290	31 680	4.24	65.06	30.63
Diciembre	94 180	59 444	63.11	3 923	55 951	34 229	4.16	59.40	36.34
Junio, 1998	72 444	33 161	45.77	4 797	41 300	26 261	6.62	57.01	36.25

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, *The BIS Consolidated Banking Statistics* (antes: *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*).

^a Vencimientos hasta de un año.

Además, hubo una concentración de los préstamos bancarios, sobre todo a los bancos japoneses, los que en este momento no podían asegurar pérdida alguna (véase cuadro 6). Miller (1998) afirma que “una fuente potencial de mayor inestabilidad en el Asia Sur-oriental... proviene del debilitado sistema bancario japonés”.⁸

Por último, debe observarse que los préstamos de bancos extranjeros constituían una porción de importancia y creciente de los préstamos bancarios otorgados al sector privado. Mientras que el Banco

⁸ Miller (1998), p. 441.

CUADRO 6. *Créditos de bancos de diversos países a Corea*
(Junio de 1997)

País prestamista	Créditos (millones de dólares)	Participación en el total (porcentaje)
Japón	23 732	22.94
Alemania	10 794	10.44
Francia	10 070	9.74
Estados Unidos	9 964	9.63
Reino Unido	6 064	5.86
Bélgica	3 899	3.77
Holanda	1 736	1.68
Italia	1 369	1.32
Canadá	1 325	1.28
Austria	1 212	1.17
España	546	0.53
Luxemburgo	528	0.51
Finlandia	106	0.10
Otros	32 087	31.02
Gran total	103 432	100.00

FUENTE: Banco de Pagos Internacionales, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, primera mitad de junio de 1997.

de Pagos Internacionales informaba que los créditos de bancos extranjeros ascendían a 103 mil millones de dólares, los créditos otorgados por los bancos de depósito al sector privado ascendían a 263 billones 903 mil millones de wones a fines del mes de junio de 1997, equivalentes a 297 mil millones de dólares al tipo de cambio entonces prevaleciente de 888 wones por dólar (véase cuadro 7).

III. DE LOS PROBLEMAS FINANCIEROS A LA CRISIS

Los datos de las secciones I y II, referentes a la crisis de México en 1982 y la crisis de Corea en 1997, indican los cambios abruptos de las corrientes de capital asociados a los préstamos bancarios. Sachs (1984) presentó un modelo de “pánico bancario”, en el que los bancos internacionales dejarían súbitamente de prestar a deudores soberanos. Podría emplearse un modelo un poco diferente, con el supuesto adicional de que los préstamos bancarios se distribuyen de manera uniforme entre las empresas, para explicar la crisis corea-

CUADRO 7. *Importancia de los préstamos extranjeros en el crédito otorgado por los bancos de depósito al sector privado*

Periodo terminado en	Créditos de los bancos de depósito al sector privado		Deuda con bancos extranjeros	Participación de la deuda con bancos extranjeros en los créditos otorgados al sector privado (porcentaje)
	Mil millones de wones	Mil millones de dólares	Mil millones de dólares	
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Junio, 1995	187 947	247.9	71.4	28.8
Diciembre	200 769	259.2	77.4	29.8
Junio, 1996	216 795	267.4	88.0	32.9
Diciembre	240 936	285.4	99.9	35.0
Junio 1997	263 903	297.1	103.4	34.8

FUENTE: Col. 2, *International Financial Statistics* (CD-ROM marzo de 1998) y Col. (4), Banco de Pagos Internacionales (*op. cit.*).

^a Basado en las tasas de cambio de final del periodo.

na, porque la razón principal del pánico bancario aún es el riesgo del país. La diferencia entre el modelo de Sachs y el que se presenta en seguida se basa en el razonamiento que explica la curva de oferta de préstamos bancarios. En tanto que Sachs justifica una curva de pendiente ascendente por el riesgo de concentración de los activos bancarios en un país particular, nosotros sostenemos que los bancos requieren rendimientos mayores si perciben que su compromiso con un país es mayor que el de otros bancos. Este cambio del modelo destaca un elemento del riesgo moral al que está sujeta la banca internacional: como veremos en la sección siguiente, en la mediación entre países deudores y bancos acreedores el FMI ha seguido la política de mantener los préstamos de todos los bancos implicados a fin de evitar el problema del gorrón. La inversa de la curva de oferta puede formularse como:

$$E(r_i^s) = \rho + f \left(\frac{\sum_j l_{ij}^s}{L_i} \right) \quad (1)$$

$f(0) = 0$
 $f(\cdot) > 0$

en la que $E(r_i^s)$ es el rendimiento esperado por el banco representativo de los préstamos l_{ij}^s hechos a las empresas j del país i , ρ denota una tasa de rendimiento internacional y L_i el total de los préstamos bancarios a todas las empresas del país i .

El meollo de la curva de oferta es que presenta las ventajas de la diversificación de los préstamos en gran número de bancos. Por ejemplo, si hubiese gran número de bancos que otorgan préstamos a empresas del país i , la proporción de la ecuación (1) que aparece entre corchetes tendería a cero y el rendimiento esperado sería ρ . En cambio, si el número de bancos que prestan disminuyera, los bancos restantes percibirían un incremento en el riesgo de sus créditos, el término entre corchetes aumentaría y el rendimiento esperado sería mayor que ρ . La curva de oferta implica así que los préstamos otorgados a las empresas j en i se realizarían si todos los bancos estuviesen dispuestos a prestar. No estaría disponible el mismo financiamiento si todos los bancos pensaran que los otros bancos se rehúsan a prestar.

Así pues, de un periodo al siguiente —en efecto un modelo de dos periodos—, las empresas j del país i con créditos reestructurados D_{ij} serían consideradas solventes si su ingreso total satisficiera la desigualdad siguiente en el caso de que todos los bancos estuvieran prestando:

$$\sum_j Q_{ij} > (1 + \rho) \sum_j D_{ij} \quad (2)$$

en que D_{ij} es el monto total del crédito bancario vigente para la compañía j en el país i y Q_{ij} el ingreso total de la compañía j en el país i .

Aunque sean solventes, las empresas del país i podrían no recibir los préstamos reestructurados requeridos si algunos bancos consideraran que los demás bancos dejarán de prestar. En el límite, en el que unos cuantos bancos representativos siguieran prestando, la situación podría ser:

$$\sum_j Q_{ij} < \left(1 + \rho + f \left[\frac{\sum_j l_{ij}^s}{L_i} \right] \right) \sum_j D_{ij} \quad (3)$$

En consecuencia, el ingreso combinado de las empresas no sería suficiente para pagar el préstamo más los intereses en el periodo de que se trate. El resultado es que si un banco esperara que otros bancos dejen de prestar, podría resultar racional que el banco se negara a reestructurar. Si todos los bancos dejaran de prestar sobre la base de esta expectativa, la expectativa sería autorrealizable y podríamos hablar de un "pánico bancario".

Para prestar al sector privado, los bancos internacionales deben creer que en el periodo considerado el país podrá generar un superávit de balanza de pagos suficientemente grande para ofrecer a las empresas prestatarias las divisas necesarias para pagar los préstamos. Si la generación de este superávit resultara imposible los bancos podrían prever una corrección del tipo de cambio, lo que los llevaría a dejar de reestructurar sus préstamos. El "pánico bancario" consiguiente haría inevitable la corrección del tipo de cambio.

IV. PAGO DE LOS CRÉDITOS CON ESTRUCTURAS DE DEUDA DIFERENTES

Un elemento fundamental del modelo de pánico bancario presentado en la sección anterior es que el valor del principal se mantiene intacto. Es decir, los bancos no negocian el valor de sus créditos en contradicción a la bibliografía reciente que compara la resolución de los problemas financieros con deudas bancarias o de cartera dadas (Bolton y Scharfstein, 1996; Diamond, 1991, 1993a y 1993b; Berlin y Mester, 1992; Rajan, 1992; Gilson, John y Lang, 1990). Esta bibliografía afirma que los bancos, al contrario de los tenedores de bonos, estarían dispuestos a negociar con empresas en problemas financieros.

La renuencia de los bancos internacionales a negociar podría deberse a los esfuerzos del FMI para impedir un problema del gorrón entre los bancos acreedores y obstruir la transferencia de los fondos proporcionados por el FMI a los acreedores comerciales. Durante la crisis de la deuda latinoamericana, "el FMI obligó a otorgar 'préstamos involuntarios', o préstamos concertados en el lenguaje oficial de los eufemismos",⁹ a fin de impedir el incentivo del gorrón para que

⁹ Cline (1995), p. 206.

cada banco se salga, mientras que los demás continúan con la reestructuración de sus préstamos. En la medida en que el FMI permanezca aplicando esta política en sus esfuerzos de medición, impedirá que los bancos arreglen sus créditos independientemente.

La segunda preocupación del FMI durante la crisis de la deuda latinoamericana fue que los fondos que aportaba pudieran destinarse al pago de los acreedores comerciales. A fin de evitar la transferencia de fondos, el FMI exigió a los países que llegaran a un arreglo con los bancos internacionales. Esto condujo a la socialización de la deuda privada en países como Argentina y Chile, pero además eliminó el incentivo de los bancos para negociar el valor de sus créditos. Eichengreen y Lindert afirman que:

... el Fondo ha estado íntimamente, sino es que siempre directamente, implicado en las negociaciones de la deuda. Los bancos exigen de ordinario que los países lleguen a un acuerdo con el Fondo como una condición necesaria para la reestructuración. Por su parte el Fondo, antes de otorgar la ayuda, por lo común requiere que los países lleguen a un arreglo con sus acreedores comerciales, a fin de impedir que el monto del préstamo del FMI se destine sólo al servicio de la deuda. Con un préstamo del Fondo luciendo en la balanza los acreedores tienen una palanca adicional en sus esfuerzos por obtener términos de reestructuración favorables.¹⁰

Las condiciones que se refuerzan a sí mismas, descritas por Eichengreen y Lindert, hacen virtualmente imposible que los bancos individuales negocien el valor de sus créditos.

Así pues, al contrario de lo que sostiene la bibliografía antes citada, a nivel internacional es mucho más difícil el arreglo de la deuda bancaria que la solución de situaciones problemáticas que incluyan la deuda de bonos. Primero, el precio de los bonos cambiará en respuesta a las calificaciones de los bonos y del país. Segundo, la naturaleza de largo plazo de la mayoría de los bonos hace menos probables los pánicos financieros.

¹⁰ Eichengreen y Lindert (1989), p. 13.

V. SUGERENCIAS PARA LA CRISIS COREANA

La crisis de la deuda latinoamericana de principios del decenio de 1980 ocasionó la pérdida de un decenio a causa del tiempo que debió transcurrir antes de que los académicos y los gobernantes advirtieran la necesidad de negociar el valor de la deuda vigente. Finalmente, Nicholas Brady, secretario del Tesoro de los Estados Unidos, anunció en 1989 un plan que haría hincapié en la reducción de la deuda. El plan capitalizaba el hecho de que en el mercado secundario se estaba vendiendo la deuda a precios que eran sólo una fracción de los precios nominales para presionar por la condonación de la deuda, pidiendo a los bancos que aceptaran bonos asegurados por un valor descontado de sus créditos. El principal de esos bonos quedó plenamente asegurado por medio de bonos cupón cero. De este modo, los bancos cambiaron una deuda muy riesgosa por un activo de valor nominal menor pero escasamente riesgoso. Por tanto, podemos formular la sugerencia siguiente para el arreglo de la crisis coreana: el FMI debe ir más allá de la reestructuración de las deudas, alentando el intercambio de deuda por bonos asegurados.

A fin de evitar crisis futuras, podría sugerirse que el FMI y los gobiernos de los países prestamistas y prestatarios eliminen todas las garantías implícitas para la deuda con bancos extranjeros. Los bancos internacionales deberán asumir la responsabilidad de los riesgos que puedan enfrentar antes de que otorguen préstamos.

Mayo de 1999

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Berlin, Mitchell, y Loretta J. Mester (1992), "Debt Covenants and Renegotiation", *Journal of Financial Intermediation* 2, pp. 95-133.
- Birdsall, Nancy, Michael Gavin y Ricardo Hausman, "Lessons from the Mexico Crisis", borrador del 25 de febrero de 1997: del ensayo preparado para su publicación en Sebastian Edwards y Moises Nan (comps.), *Mexico 1994: Anatomy of an Emerging-Market Crash*, Brookings Institution Press.
- Bolton, Patrick, y David S. Scharfstein (1996), "Optimal Debt Structure and the Number of Creditors", *Journal of Political Economy* 104, páginas 1-25.

- Buira, Ariel (1996), "The Mexican Crisis of 1994: An Assessment", Jan Joost Teunissen (comp.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed? Lessons from Mexico*, pp. 11-26.
- Calomiris, Charles W. (1998), "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort", *Cato Journal* 17, pp. 275-294.
- Cline, William R. (1995), *International Debt Reexamined*, Washington, Institute for International Economics, pp. 495-505.
- Dean, James (1998), "Why Left-Wing Moralists and Right-Wing Academics are Wrong About Asia", *Challenge*, marzo-abril, pp. 44-60.
- Diamond Douglas W. (1991), "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loans and Directly Placed Debt", *Journal of Political Economy* 99, páginas 689-721.
- (1993), "Seniority and Maturity of Debt Contracts", *Journal of Financial Economics* 33, pp. 341-368.
- (1993a), "Bank Loan Maturity and Priority when Borrowers Can Refinance", Mayer y Vives (comps.), *Capital Markets and Financial Intermediation*, Cambridge University Press.
- Edwards, Sebastián (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Oxford, Oxford University Press para el Banco Mundial, pp. 293-317.
- Eichengreen, Barry, y Peter H. Lindert (comps.) (1989), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, The MIT Press.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1998), "Policy Implications of the Tequila Effect", *Challenge*, marzo-abril, pp. 15-43.
- Gilson, S. C., K. John y L. Lang (1990), "Troubled Debt Restructurings": An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default", *Journal of Financial Economics* 27, pp. 315-354.
- Griffith-Jones, Stephany (1996), "How Can Future Currency Crisis be Prevented or Better Managed?", Jan Joost Teunissen (comp.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed? Lessons from Mexico*, pp. 11-26.
- Johnson, Shane A. (1997), "An Empirical Analysis of the Determinants of Corporate Debt Ownership Structures", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 32, pp. 47-69.
- Jorgensen, Erika, y Jeffrey Sachs (1989), "Default and Renegotiation of Latin American Foreign Bonds in the Interward Period", Barry Eichengreen y Peter H. Lindert (comps.), *The International Debt Crisis in Historical Perspective*, The MIT Press.
- Kenen, Peter B. (1996), "How Can Future Currency Crisis a la Mexico be Prevented?", Jan Joost Teunissen (comp.), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed? Lessons from México*, pp. 39-47.
- Krugman, Paul (1998), "What Happened to Asia?". La dirección del correo

- electrónico de Paul Krugman: <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>
- Miller, Victoria (1998), "The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship between Banking and Currency Crises", *American Economic Review* 88, pp. 439-443.
- Ortiz Martínez, Guillermo (1998), "What Lessons does the Mexican Crisis Hold for Recovery in Asia?", *Finance and Development* 35, pp. 6-9.
- Radelet, Steven, y Jeffrey D. Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity* I, pp. 1-90.
- Rajan, Raghuram G. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's-Lenght Debt", *Journal of Finance* 47, pp. 1367-1400.
- Sachs, Jeffrey D. (1984), *Theoretical Issues in International Borrowing*, Princeton Studies in International Finance, núm. 54.
- , Aarón Tornell y Andrés Velasco (1996a), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity* I, pp. 147-215.
- , — y — (1996b), "The Collapse of the Mexican Peso: What Have we Learned?", *Economic Policy* 22, pp. 15-63.
- Teunissen, Jan Joost (1996), *Can Currency Crises be Prevented or Better Managed? Lessons from Mexico*, La Haya, FONDAD.