



Mercados financieros y fragilidad bancaria en el Sudeste Asiático: impacto sobre Colombia

Federico Kaune

Génesis de la crisis asiática

Durante la década de los ochenta, el desempeño de las economías del Sudeste Asiático se caracterizó por altas tasas de crecimiento, inversión, y exportaciones.¹ Políticas financieras adecuadas permitieron bajas tasas de inflación y un déficit de cuenta corriente sostenible. Durante la primera mitad de la década de los 1990, esta situación de alto crecimiento se mantuvo casi inalterada. En efecto, el alto crecimiento económico estuvo basado en un dinámico sector exportador. Altas tasas de inversión fueron acompañadas por un significativo aumento del ahorro privado doméstico y externo. Más aún, la mayoría de los países mostraban superávit fiscal.

El exitoso desarrollo de los PAC-5 resultó en flujos de capitales extranjeros masivos que generaron importantes desafíos sobre la política macroeconómica, la intermediación prudente de los flujos, y la asignación productiva de los mismos. La reacción de política macroeconómica y asignación/intermediación de recursos ante masivos flujos de capitales fue, en el mejor de los casos, deficiente.

¹ Esta nota se limita a analizar la situación de los 5 países que en 1997 entraron en crisis financiera y cambiaria. Los 5 Países Asiáticos en Crisis, PAC-5, son: Corea, Indonesia, Filipinas, Malasia, y Tailandia.

En cuanto a política macroeconómica, las autoridades mantuvieron una política monetaria laxa, regímenes cambiarios rígidos (asociados al dólar estadounidense), y no ajustaron la política fiscal. La opción de ajuste fiscal fue vista como una selección difícil de justificar, dado el estado de superávit de las cuentas fiscales. La opción de esterilizar los flujos se consideró como costosa e inefectiva; la opción de imponer controles de capitales fue vista como una opción inefectiva y contraria al espíritu de estrategia económica. Los flujos de capitales masivos resultaron en una apreciación de los activos físicos y financieros, y del tipo de cambio real.

Con respecto a la asignación e intermediación de capitales, los PAC-5 se caracterizaron por una falta de regulaciones prudenciales eficientes y un control mediocre o inexistente de los intermediarios financieros y corporaciones. En efecto, prácticas de garantías cruzadas entre corporaciones de un mismo grupo, experiencia limitada en cuanto al manejo de riesgo (cobertura), e inversiones de dudoso rendimiento, debilitaron el sistema financiero y corporativo. Adicionalmente, este sector se había endeudado externamente más allá de lo que las cifras oficiales sugerían. Dicha debilidad sólo se hizo evidente cuando los flujos de capitales disminuyeron.

A medida que las condiciones externas se tornaron menos favorables, las debilidades macroeconómicas y financieras de estas economías se hicieron evidentes. Desde 1996, los términos de intercambio para los PAC-5 se deterioraron, el crecimiento económico en importantes mercados de exportación (incluyendo Japón) se debilitó, y el US\$/yen se apreció substancialmente. Con condiciones menos favorables los flujos de capital disminuyeron, el crecimiento de las exportaciones y del PIB se debilitó, los precios de los activos reales y financieros cayeron, y los 'déficits' de cuenta corriente se abrieron. Las condiciones para un ataque especulativo a monedas que se percibían como vulnerables (Baht) estaban dadas.

Las fuertes devaluaciones en las monedas de unos resultaron en devaluaciones competitivas de otros. Con las devaluaciones, las posiciones abiertas en dólares de corporaciones y bancos se hicieron difíciles de revertir. Los sistemas financieros se debilitaron y sus carteras vencidas aumentaron drásticamente a medida que las quiebras corporativas se incrementaban.

Impacto de la crisis asiática en Latinoamérica y Colombia

Latinoamérica

La crisis financiera y cambiaria en los PAC-5 y el debilitamiento de la economía japonesa, empeoraron las condiciones externas mundiales y, en particular, para otras economías emergentes. El efecto sobre economías emergentes ex-Asia se produjo a través de la balanza comercial y de la cuenta de capitales.

Unas economías con actividades económicas deprimidas y tipos de cambio depreciados, redujeron substancialmente sus demandas por productos importados, incluyendo productos primarios. Como resultado, los precios de los productos primarios se deterioraron de manera significativa a partir de la segunda mitad de 1997. Aquellos países cuyas exportaciones dependen en gran medida de tales productos (petróleo y metales principalmente) se vieron seriamente afectados. El precio del crudo Western Texas Intermediate, WTI, (que se usa como referencia para crudos latinoamericanos) cayó 26.0% de US\$20.3 por barril en 1997 a US\$15.02 por barril en la primera mitad de 1998, afectando a México, Venezuela, Colombia y Ecuador, principalmente. El precio del cobre cayó 25.0% de US\$1.04 por libra en 1997 a US\$0.78 por libra en la primera mitad de 1998, afectando a Perú y Chile, en especial. Además, ha habido otros impactos a través de la balanza comercial como la pérdida de competitividad de las exportaciones de bienes manufacturados de América Latina en relación con aquellas de los PAC-5 en terceros mercados.

Los efectos sobre la cuenta de capital se han reflejado en menores flujos de capitales y mayores costos de endeudamiento. Mayores costos financieros han reflejado mercados financieros más volátiles, que aumentaron la prima de riesgo en mercados emergentes. Así mismo, los flujos de fondos especializados en mercados latinoamericanos mostraron una caída persistente en la primera mitad de 1998.

A raíz de estos impactos, las exportaciones de América Latina se han visto afectadas negativamente en 1998, y los costos de financiación se han incrementado substancialmente. En 1998, esperamos que el déficit de cuenta corriente se incremente en US\$10.000 millones a US\$70.000 millones.

Los flujos de capitales netos permanecerán deprimidos, generando una caída de reservas internacionales en la región y presionando las monedas.

Cabe notar que aunque la mayoría de los países han sentido el impacto de la crisis asiática, dicho impacto ha sido diferenciado. La magnitud del impacto de la crisis asiática sobre países latinoamericanos ha dependido en gran medida de las condiciones iniciales prevalecientes en cada país. Países cuyas condiciones iniciales eran débiles (vulnerables) han tendido a resentir el impacto de una manera más clara. En efecto, países que tienen altos requerimientos de financiamiento externo (Brasil) se han visto en general más afectados que otros con menores requerimientos financieros externos (Chile, Perú).²

Colombia

Al igual que en el caso de la mayoría de países latinoamericanos, el impacto de las crisis asiática en Colombia se ha dado principalmente a través de dos canales: a) caída en el precio del petróleo y otros productos básicos de exportación, y b) mayor costo de financiación externa.

Caída en los términos de intercambio. La significativa caída en los términos de intercambio (9.0%) en 1998, es el reflejo de desequilibrios en los mercados mundiales de materias primas, a raíz de la menor demanda por parte de los países asiáticos en crisis y Japón.

La caída del 22.0% proyectada en el precio del crudo referencial WTI para 1998, ha afectado y seguirá afectando las cotizaciones de los crudos colombianos (Caño Limón y Cusiana). El precio implícito de la 'mezcla' de crudos colombianos en 1997 ascendió a US\$18.5 por barril.³ El precio implícito de los crudos colombianos promedió US\$13.4 por barril en la primera mitad de 1998, y se proyecta en US\$14.0 por barril para 1998. Esto representa una caída del 25% respecto a 1997 y del 22% con respecto a las proyecciones iniciales del gobierno (diciembre 1997) de US\$17.85 por barril.

² Requerimientos de financiamiento externo bruto se define como la suma del déficit de cuenta corriente y las amortizaciones de deuda del año corriente.

³ El precio descrito en el texto es una media ponderada del precio de los diferentes crudos colombianos exportados.

El impacto de esta drástica caída en los precios del petróleo en las cuentas fiscales y externas ha sido importante. Por cada dólar de caída en el precio del petróleo, el déficit del sector público no financiero aumenta en 0.2% del producto (refleja principalmente menores ganancias de Ecopetrol y menores ahorros en el Fondo de Estabilización Petrolera). De igual manera, por cada dólar de caída en el precio del petróleo, el valor de las exportaciones se reduce en aproximadamente US\$200 millones (0.2% del PBI) (asumiendo que los volúmenes de exportaciones proyectados por Ecopetrol se cumplan).⁴ La caída en los precios del café también aumentará el déficit de cuenta corriente en 1998. Precios del café se proyectan a US\$1.5 por libra en 1998, de US\$1.6 por libra en 1997.

La significativa caída de los términos de intercambio en 1998 explica *parcialmente* el déficit de cuenta corriente, actualmente estimado en 5.6% del PBI (asumiendo crecimiento del PBI de 3.0% en 1998). Aunque menor que el déficit de cuenta corriente de 1997 (5.9% del PBI), cabe mencionar que las proyecciones iniciales para 1998 (diciembre de 1997) señalaban una reducción importante del déficit de cuenta corriente a 4.2% del PBI. Con los precios de crudo actuales las exportaciones de petróleo disminuirán US\$800 millones respecto a lo inicialmente proyectado en diciembre de 1997.

Así mismo, el menor precio del petróleo explica parcialmente el deterioro de las cuentas fiscales. El efecto directo de menores precios del petróleo sobre el déficit del sector público no financiero es aproximadamente de 0.8% del PBI en 1998, lo que hubiese llevado el déficit a 3.6% del PBI *ceteris paribus*. Tomando en cuenta los ajustes fiscales efectuados en la primera mitad del año, el déficit se limitaría al 3.3% del PBI en 1998, de 3.0% en 1997.⁵

Mayores costos de financiación externa. Al igual que en otros países de Latinoamérica, los costos de financiación externa se han incrementado significativamente para Colombia desde noviembre 1997. El margen del

⁴ El impacto neto en la cuenta corriente es menor a US\$200 millones en la medida en que empresas petroleras extranjeras remiten menos utilidades al exterior.

⁵ Esta proyección pasiva no toma en cuenta medidas fiscales que la próxima administración podría implementar a partir del 7 de Agosto.

Indice de Bonos de Mercados Emergentes, EMBI, sobre Bonos del Tesoro de los Estados Unidos de la misma duración, se incrementó 110 puntos básicos, de 410 puntos básicos en enero-octubre 1997 a 520 puntos básicos en noviembre-abril 1998.

De la misma forma, el margen de los bonos soberanos de la República de Colombia en relación con los *T-bills* americanos se abrieron significativamente en el mismo periodo. El *spread* en los bonos COL07/27 (emisión soberana en dólares americanos, que vencen en el año 2007/27), se incrementaron 124/125 puntos básicos de 152/195 puntos básicos en enero-octubre 1997 a 276/320 puntos básicos en noviembre-abril 1998. Resulta significativo que los bonos colombianos se debilitaron más que el EMBI en el periodo de análisis. Esto es particularmente importante debido a que Colombia posee grado de inversión, mientras que un porcentaje significativo de los países incluidos en el EMBI poseen grados especulativos. Más aún, países con calificaciones de riesgo como los de Colombia se han caracterizado por ser créditos 'defensivos', es decir, que en periodos de alta volatilidad, tienden a comportarse establemente y a debilitarse menos que el mercado. Claramente, éste no fue el caso de los bonos colombianos, sugiriendo que factores domésticos influyeron negativamente sobre los márgenes de deuda.

Otra manera de estudiar el comportamiento de los bonos colombianos en el periodo bajo análisis es compararlo con bonos de otros países que hayan sufrido choques externos similares a los de Colombia; por ejemplo, otro exportador neto de petróleo. Tomemos los bonos mexicanos de 2007 como ejemplo. En el periodo marzo-diciembre 1997, el margen entre MEX 07 y COL07 promedio 140 puntos básicos (es decir, los bonos mexicanos ofrecían un rendimiento mayor en 1.4% que los bonos colombianos, reflejando el mayor riesgo asociado con un crédito especulativo). Este margen se redujo a cero puntos básicos en el periodo enero-junio 1998. Dado que ambos países dependen notablemente de exportaciones petroleras y considerando que las perspectivas macroeconómicas mexicanas se habían mantenido relativamente estables en el periodo en análisis, la razón del deterioro en bonos colombianos reflejó el deterioro en las condiciones macroeconómicas y sociales domésticas en el periodo analizado.⁶

⁶ En junio el margen entre MEX07 y COL07 se tornó negativo en 10-20 puntos básicos reflejando presiones sobre la banda cambiaria, el deterioro de las cuentas fiscales y la incertidumbre política que se acentuó antes de las elecciones presidenciales del 21 de junio.

Conclusiones

La crisis asiática y el débil desempeño de la economía japonesa han generado un deterioro claro en las condiciones externas para las economías emergentes en 1998. Los canales principales de transmisión de la crisis a otros países emergentes han establecido a través de un deterioro pronunciado en el precio de las materias primas y mayores costos de financiación externa. En particular, los márgenes requeridos por inversionistas extranjeros se incrementaron substancialmente reflejando una mayor percepción de riesgo en mercados emergentes después de la crisis asiática. Colombia no ha sido una excepción. Sin embargo, los bonos soberanos colombianos se han debilitado más que el mercado en general, reflejando no sólo un deterioro de las condiciones externas sino también un deterioro de las condiciones domésticas.

Asumiendo un escenario constructivo con respecto a precios del petróleo, la implementación de medidas correctivas a partir de agosto 1998, podría tener un impacto muy positivo en la cotización de los bonos soberanos colombianos. Suponiendo un margen del EMBI a 400/450 puntos básicos por encima de los *T-bills* a fin de 1998 (bajo un escenario externo constructivo), el anuncio e implementación de un programa fiscal serio y creíble disminuiría la prima por riesgo asociada a los bonos colombianos en la segunda mitad del año 1998. En efecto, los bonos colombianos podrían mostrar una recuperación muy importante y terminar 1998 con un margen de 200/250 puntos básicos sobre los bonos del Tesoro Americano.

Nota del editor

La Revista *Desarrollo y Sociedad* tiene como objetivo principal divulgar los resultados de las investigaciones realizadas en el Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico (CEDE) de la Facultad de Economía de la Universidad de los Andes. Contribuciones externas también son bienvenidas. Se considerarán contribuciones inéditas referentes a los aspectos económicos y, más generalmente, sociales del desarrollo económico, y aportes en los campos de la teoría económica y la econometría aplicada. Breves comentarios sobre artículos publicados también serán considerados para su inclusión en la revista, junto con la respuesta del (los) autor(es) del artículo original. Es la política del editor publicar artículos cuyos detalles computacionales, ya sean matemáticos o estadísticos, estén disponibles para que terceros puedan intentar su replicación. Es potestad del editor decidir si esos detalles deben ser publicados o no. Los artículos que se quieran someter a consideración para publicación en la Revista *Desarrollo y Sociedad* deberán enviarse al editor, a la dirección abajo mencionada.

Requisitos básicos para presentar un artículo:

1.
 - a) Los artículos deben venir por triplicado, escritos en procesador de palabras, preferiblemente con la tipografía Caslon (sistema PC compatibles con Microsoft word o Latex) a doble espacio, con márgenes convencionales, sin sangría, y en archivo independiente de cuadros y gráficos.
 - b) Los cuadros y gráficos independientes grabados en Excel o en el programa original en que se hicieron.
 - c) El artículo será sometido a dos revisiones por parte del autor: la primera para aceptar correcciones de estilo y la segunda, para dar el visto bueno a la impresión.
 - d) La numeración debe ser consecutiva en todo el artículo, con ordenadores convencionales tradicionales (números romanos y arábigos; letras mayúsculas y minúsculas; ejemplo: I.A.2.a.1) a...) incluyendo títulos, cuadros, gráficos y bibliografía.
 - e) Los artículos, en general, no deben superar las 40 páginas.

2. La primera página del artículo debe contener la siguiente información: a) título, b) nombre (s), autor(es), su filiación institucional, dirección (si es del caso). c) un resumen de no más de 150 palabras, escrito tanto en inglés como en español (que no incluya ecuaciones ni referencias bibliográficas). En la misma página podrán incluirse los agradecimientos.
3. Las ecuaciones o fórmulas deben estar centradas y numeradas (si es el caso) en la margen derecha.
4. Las referencias bibliográficas deben comprender únicamente la literatura específica sobre el tema, siguiendo el siguiente formato:
 - a) cuando se refiere a un artículo de revista:
 - 1) en el texto: apellido autor, año: página e.g.:
 - “Así, el hecho fiscal no es el elevado de nivel de las transferencias, sino su aceleración...” (Clavijo, 1997:85)
 - Tiende, por tanto, a generar una mayor propensión al gasto corriente local (Fainboim, et al., 1994).
 - 2) En la bibliografía: Apellido, nombre (autor), fecha, nombre artículo (entre comillas) en [nombre de la revista] (en itálica), mes, volumen: e.g.:
Sánchez, F. Y C. Gutiérrez. (1994), “Reformas tributarias en Colombia” en *Coyuntura Económica* (Fedesarrollo, marzo).
 - b) cuando se refiere a un libro:
 - 1) en el texto: apellido del autor, año: página: e.g.:
Estos resultados en sí mismos indican que son bastante sensibles (Alvarez, 1992:195).
 - 2) En la bibliografía: apellido, nombre (autor), año, [nombre del libro] (itálica), ciudad, editorial: e.g.:
Lora, Eduardo, (1994). *Técnicas de medición económica*, Bogotá, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo.

Nota: En los títulos de artículos y libros, en inglés, se deben escribir las letras iniciales de las palabras destacables con mayúscula, no así en español: e.g.:

- Barro, R., (1995). "Economic Growth in a Cross Section of Countries" in *Quarterly Journal of Economics* (may).
- Vinod, Thomas, (1996). *Macroeconomía política agropecuaria*, Bogotá, Banco de la República.

5. Las notas de pie de página deben ser aclaratorias únicamente; e.g.:1

¹ Por razones de espacio no se presentan las estimaciones realizadas

Cartas al editor y artículos deben ser enviados a:

Editor

Revista *Desarrollo y Sociedad* – CEDE

Universidad de los Andes – Apartado Aéreo 4976

Tel: ++ (57 1) 2869211 x 2426 · Santafé de Bogotá, Colombia

Correo electrónico: jleibovi@uniandes.edu.co

Solicitudes de información sobre suscripciones, canje de revistas, anuncios y avisos publicitarios, y correo

Gerente de Publicación

Revista *Desarrollo y Sociedad* – CEDE

Universidad de los Andes – Apartado Aéreo 4976 –

Tel: ++ (57 1) 2869211 x 2429 – Santafé de Bogotá, Colombia