

C E S P A

Centro de Estudios de la Situación
y Perspectivas de la Argentina

Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino
III) La reorganización del sistema luego de la crisis. Experiencias internacionales y derivaciones para el caso argentino

*Mario Damill
Nicolás Salvatore
Lucio Simpson
diciembre de 2003*



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Av. Córdoba 2122 (C 1120 AAQ) Ciudad de Buenos Aires
Tel./Fax: 54-11-4370-6130 – E-mail: cespa@econ.uba.ar
<http://www.econ.uba.ar/cespa.htm>

CESPA

Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina

Primera edición: febrero 2004

Imprenta de la Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Buenos Aires
Av. Córdoba 2122
(C1120AAQ) Ciudad de Buenos Aires, República Argentina
Tel/Fax (54.11) 4370.6130
e-mail: cespa@econ.uba.ar

Queda hecho el depósito que marca la ley

Indice

1.1. Introducción.	5
1.2. Tipología de las crisis.	8
1.3. Origen de las crisis financieras y experiencias de los noventa.	10
1.4. Procesos de reestructuración bancaria sistémica.	31
Referencias bibliográficas	72
Anexo I	74
<i>Cronología de las crisis</i>	74
<i>Corea</i>	74
<i>Indonesia</i>	79
<i>México</i>	85
<i>Rusia</i>	89
<i>Turquía</i>	94
Anexo II	98
<i>Programas de reestructuración bancaria: el caso de México</i>	98
1. <i>Facilidades de Liquidez en Dólares</i>	98
2. <i>PROCAPTE, PROgrama de CAPITALización TEMPoraria</i>	98
3. <i>UDI, Unidad de Inversión</i>	99
4. <i>Programa de Capitalización Permanente</i>	100
5. <i>Programas de Auxilio a Deudores</i>	100
6. <i>ADE, Acuerdo de apoyo inmediato a los Deudores de la Banca</i>	100
7. <i>Programa de Beneficios Adicionales a los Deudores de Créditos para Vivienda</i>	101
8. <i>FINAPE, acuerdo para el FINANCIAMIENTO del sector Agropecuario y PESquero</i>	102
9. <i>FOPYME, acuerdo de apoyo financiero y FOMENTO a la micro, Pequeña Y Mediana Empresa</i>	102
10. <i>Otras medidas</i>	102

Este trabajo se realizó como parte de un estudio más amplio sobre los desafíos y oportunidades que presenta el sistema financiero local si se desea promover el microcrédito, una actividad que parece muy retrasado en relación a lo que pueden ser sus posibilidades potenciales en la Argentina. El estudio global fue encarado gracias a la ayuda de la Fundación Ford, a quien se le agradece su interés y generosa colaboración. El proyecto fue dirigido por Jorge Schvarzer y cubrió diversos aspectos de la cuestión, desde los financieros hasta los sociales y operacionales. El texto que sigue presenta una reflexión sobre las relaciones financieras en la economía argentina durante la década del noventa como antecedente para evaluar la posibilidad de que ese sistema (ya desaparecido) pudiera contener organismos dedicados al microcrédito. Los autores fueron apoyados en esta tarea por Marcela Fraguas, Luciana Juvenal y Daniela Lañin Rottenberg

1.1. Introducción.

La economía argentina atraviesa aún una de las crisis más severas de la historia económica mundial de posguerra, severidad caracterizada no sólo por la magnitud del deterioro de las principales variables macro y microeconómicas, sino también por una profunda desorganización de las relaciones contractuales. Pese a que, hacia fines de 2003, el momento más agudo de la crisis parece haber quedado atrás, el avance en la reconstrucción de la economía nacional dependerá de la resolución de asignaturas aún pendientes entre las que se destacan, en el plano financiero, la reestructuración de la deuda pública en *default* y la reorganización del proceso de intermediación financiera interna.

En este capítulo pasamos revista a diversas experiencias internacionales de procesos de reestructuración financiera surgidos a partir de crisis económicas, en especial de aquellas ocurridas en las últimas dos décadas en países en vías de desarrollo. Pondremos particular atención a cinco de las principales crisis financieras ocurridas en los años noventa: los casos de Corea, Indonesia, México, Rusia y Turquía.

El principal objetivo del capítulo es explorar las enseñanzas que pudieran extraerse de estas experiencias internacionales, tanto para mejorar la comprensión de las transformaciones que está atravesando el proceso de intermediación financiera en la Argentina como para contribuir a la definición y evaluación de posibles escenarios de su evolución futura.

Este ejercicio comparativo está basado en experiencias internacionales que presentan algunos rasgos similares, aunque también otros marcadamente contrastantes con los que caracterizan la crisis argentina actual.

Tal como muestra el cuadro siguiente, compararemos la crisis financiera argentina con la de otros países en vías de desarrollo de tamaño relativamente similar –más precisamente, en una banda que oscila entre 3.000 y 10.000 dólares de PIB per capita.¹

Por cierto, las diferencias y similitudes entre estas economías abarcan aspectos fundamentales tales como las diferentes estructuras económicas nacionales previas a las crisis, el contexto internacional en el que se desarrollaron, el tipo de shocks que las impulsaron, la "clase de crisis" que

¹ Desde ya, medidas como esta dan una noción muy gruesa del desarrollo económico de un país, noción que debiera incluir todas las salvedades que caracterizan la distinción entre crecimiento y desarrollo. Nótese que si bien el caso de Indonesia sale de esta banda, esto se debe a la característica de enclave económico que históricamente tuvo ese país: mercados reales y financieros con un nivel de desarrollo comparable al de los demás casos presentados en el cuadro se articulan allí en un sistema económico que, sin embargo, excluye a una gran parte de su población -por lejos la más numerosa de la muestra- de los mercados formales.

Países que tienen tamaños relativos muy diferentes (por ejemplo, Argentina frente a un país desarrollado de U\$S 20.000 per cápita), suelen tener distintos tipos de problemas, propios de sus diferentes escalas. En el caso particular de la intermediación financiera, mercados financieros más completos suelen estar en mucho mejores condiciones para administrar sus riesgos.

enfrentó cada país y la dinámica que éstas finalmente siguieron, influidas tanto por las políticas económicas implementadas como por los mecanismos de propagación presentes en cada economía. Además, las múltiples dimensiones de la crisis argentina agregan dificultades a la natural complejidad del análisis comparativo.

En consecuencia, las enseñanzas que parece posible extraer de otros procesos de reestructuración financiera deben ser tomadas con cautela, nunca como lecciones precisas y fácilmente extrapolables. Esta exploración apunta, menos ambiciosamente, a identificar aquellos aspectos de otras crisis que puedan llegar a ser útiles para mejor delinear las perspectivas del caso argentino.

Esta utilidad puede estar definida, a grandes rasgos, por dos clases de ejercicios comparativos. Por un lado, se pretende identificar procesos en cierta forma asemejables a los experimentados en el caso argentino, que permitan luego un esfuerzo analítico "adaptativo". Desde esta perspectiva, es interesante examinar, por ejemplo, el impacto del *default* de la deuda pública rusa de 1998 sobre los activos financieros bancarios, o las políticas de reestructuración de las carteras comerciales de los bancos mexicanos a partir de la crisis cambiaria de 1994.

Por otro lado, este trabajo pretende también capturar enseñanzas que pudieran extraerse de procesos de crisis que, aunque no presenten inicialmente características asemejables a las de la experimentada en la Argentina, puedan ofrecernos de todos modos herramientas apropiadas para pensar la recomposición del proceso de intermediación financiera en nuestro país. Por ejemplo, la literatura reseña casos de reorganización financiera en los que la creación de una agencia independiente, distinta del banco central, habría jugado aparentemente un papel central. Más allá de que las características de esas crisis sean marcadamente diferentes a las del caso argentino, el papel jugado por una agencia independiente de ese tipo puede ser evaluado como un instrumento posible entre aquellos a los que podría recurrirse en el proceso de rediseño del sistema financiero local.

En la sección 1.2 se presenta una breve tipología de las principales crisis financieras ocurridas en las últimas dos décadas, incluyendo el caso argentino. Una vez tipificadas las crisis, en la sección 1.3 se presenta el debate existente en la literatura acerca de las causas de dichas crisis, para luego analizar, en el marco de ese debate, los rasgos estilizados de los cinco casos escogidos. Para dicho análisis comparativo se utilizó un conjunto de series macroeconómicas y financieras de 7 años, entre T-3 y T+3, en donde T es el año crítico.

Luego, en la sección 1.4, se analizan las propuestas de reestructuración bancaria usualmente planteadas por los bancos centrales y organismos internacionales y se las contrasta con las experiencias reales de estas cinco experiencias, a partir de la relación "origen de la crisis- proceso de

Cuadro 1. PIB en U\$S
(per capita)

País	Variable	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
Corea	PIB en millones de U\$S corrientes	402,523	489,258	520,205	476,486	317,079	406,070	457,219
	PIB per cápita en U\$S corrientes	9,017	10,851	11,423	10,361	6,829	8,666	9,670
	Población en millones*	45	45	46	46	46	47	47
Indonesia	PIB en millones de U\$S corrientes	176,892	202,132	227,370	215,749	95,446	141,306	153,255
	PIB per cápita en U\$S corrientes	928	1,038	1,155	1,079	467	681	728
	Población en millones*	190	194	196	199	204	207	210
México	PIB en millones de U\$S corrientes	314,451	363,609	403,195	420,776	286,167	332,339	401,091
	PIB per cápita en U\$S corrientes	3,708	4,174	4,544	4,655	3,111	3,552	4,216
	Población en millones*	85	87	89	90	92	94	95
Rusia	PIB en millones de U\$S corrientes	337,709	418,617	428,464	282,429	193,217	251,106	309,951
	PIB per cápita en U\$S corrientes	2,280	2,833	2,913	1,927	1,327	1,726	2,146
	Población en millones*	148	148	147	147	146	145	144
Turquía	PIB en millones de U\$S corrientes	190,664	201,154	185,788	199,937	147,683	182,772	-
	PIB per cápita en U\$S corrientes	3,053	3,173	2,888	2,967	2,152	n.a.	-
	Población en millones*	62	63	64	67	69	n.a.	-

(*) La población está estimada a mitad de año para cada país.

Nota: "T" designa al año de la crisis.

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank (2002), e IMF (2003).

reestructuración". A la luz de esas experiencias, se analiza el caso argentino en forma comparativa.

Finalmente, en la sección 1.5 se procura capturar los rasgos salientes de la evolución de los sistemas financieros a la salida de crisis a partir de la evolución de tres variables, el PIB, los créditos al sector privado y los depósitos totales, tanto en diversos paneles de casos relevados en la literatura, como en las cinco experiencias internacionales presentadas en este capítulo. Adicionalmente, se pretende explorar las relaciones causales que pudiera haber entre los orígenes de las crisis, las políticas de reforma bancaria implementadas y la evolución de estas tres variables a la salida de las crisis. Nuevamente, se utiliza todo este análisis para estudiar el caso argentino.

En el Anexo 1 se presenta una descripción cronológicamente detallada de cada crisis. En el Anexo 2, a modo ilustrativo, se muestran paquetes específicos de medidas orientados tanto a la reestructuración bancaria de México como al rescate de sus deudores.

1.2. Tipología de las crisis.

Pese a que parece herir el sentido común, la experiencia internacional indica que es frecuente que se apliquen prescripciones semejantes procurando resolver crisis de orígenes diferentes. Y aún en aquellas de características "similares", suelen observarse reiterados errores de diagnóstico. Varias experiencias fracasadas de políticas de salvataje coordinadas por el FMI e inspiradas en el Consenso de Washington tal vez sean buenos ejemplos de ambos tipos de errores de política económica.

Más aún, asumiendo que no se cometen errores de diagnóstico y que además dos crisis muestran efectivamente características similares, aún así la receta exitosa seguida para lidiar con una de estas crisis puede no ser útil para enfrentar la otra. No obstante, a modo de primera aproximación al tema, la experiencia internacional muestra que existe una relación causal entre la "clase de crisis" y las características de su fase de reconstrucción. Por lo tanto, un buen comienzo para extraer enseñanzas es identificar aquellas reestructuraciones financieras surgidas a partir de crisis que presenten rasgos tipológicos asimilables a los de la acaecida en la Argentina.

La literatura clasifica las crisis de los países emergentes ocurridas en las últimas dos décadas, a grandes rasgos, en tres categorías: crisis cambiarias (*currency crisis*), crisis bancarias y crisis de la deuda externa. Desde ya, una crisis puede quedar comprendida en sólo una de estas tres categorías, o pueden coexistir más de uno de estos componentes críticos a la vez. En este caso, lo que suele definir en qué clase se incluye una crisis es la razón que le dio origen. No obstante, cuando coexisten cronológicamente más de uno de estos factores, como en el caso de las crisis bancarias y cambiarias simultáneas, denominadas crisis gemelas -*twin crises*- (Kaminsky y Reinhart,

1996), no siempre existe consenso en la literatura acerca de la causalidad, es decir, del origen de la crisis.²

Las crisis *bancarias* pueden originarse en ambos lados de la hoja de balance de los bancos, es decir, pueden ser disparadas tanto por masivos retiros de depósitos, como por shocks o problemas de gerenciamiento del crédito de diversa índole que deterioren la calidad de los activos.

A su vez, la crisis puede afectar a un determinado segmento de bancos y no a otros, o adquirir un carácter generalizado, ocasionando severas interrupciones en los mercados financieros que afecten el funcionamiento de la economía en su conjunto. La literatura suele denominar a este último caso "crisis financieras sistémicas" (ver, por ejemplo, FMI, 1999). Finalmente, suelen denominarse "pánicos bancarios" a aquellas crisis bancarias sistémicas que fueron originadas en corridas masivas contra los depósitos del sistema financiero, es decir, sin discriminación entre diferentes grupos de bancos.

Lo que diferencia entonces un "pánico bancario" de una corrida contra los depósitos no-sistémica -aunque crítica- es que en este último caso los depositantes suelen "volar hacia la calidad" desde segmentos del sistema financiero percibidos como riesgosos hacia otros segmentos percibidos como seguros. En consecuencia, en esta clase de corridas suelen observarse fenómenos de concentración bancaria y, además, no se verifican grandes caídas en los depósitos *totales* del sistema financiero. Por lo tanto, esta clase de crisis bancarias es más fácil de manejar por las autoridades monetarias, que disponen de mayor cantidad de instrumentos para estabilizar el sistema, como, por ejemplo, la posibilidad utilizar seguros de depósitos, que pueden ser insuficientes en caso pánico.

Por su parte, las crisis *cambiarías* pueden ser definidas tanto por devaluaciones nominales de gran magnitud en intervalos cortos de tiempo como por fuertes presiones de mercado contra la moneda nacional, bajo las cuales la autoridad monetaria debe vender una gran proporción de sus reservas y/o aumentar drásticamente las tasas de interés internas para

² La utilización del concepto "origen de la crisis" empleado aquí no hace necesariamente referencia a los fundamentos primarios por los cuales planes de diferentes grupos de agentes en determinado momento se revelan inconsistentes. Simplemente nos referimos a cuál de las tres clases de crisis mencionadas en el texto motivó el desencadenamiento de las otras. En consecuencia, lo que presentamos aquí no es una tipología completa de las crisis económicas, que debiera incluir otras formas de clasificación basadas en la naturaleza de los shocks que las originaron, endógenos o exógenos, financieros o reales. Nótese que estas otras formas de clasificación, que permitirían completar el análisis para indagar acerca de los principios "fundamentales" de las crisis, pueden estar presentes en forma cruzada en las tres categorías tipificadas en el texto. Por ejemplo, una crisis bancaria puede obedecer tanto a fundamentos reales como financieros, y puede ser impulsada tanto por shocks endógenos como exógenos. En definitiva, la tipología elegida no es más que la primer "entrada" al análisis de una crisis. Utilizaremos aquí el tipo de entrada descrito en el texto por ser el más funcional a nuestro objetivo, sin perjuicio de ahondar luego en el análisis del resto de las variables.

sostener la paridad cambiaria nominal (Eichengreen, Rose y Wyplosz, 1995).³ Cuando la magnitud de estos desequilibrios supera cierto umbral, la literatura suele llamar a estos episodios *currency crashes* (FMI, 1999; Frankel y Rose, 1996).⁴

Finalmente, las crisis de *deuda externa* suelen definirse por el incumplimiento y/o reestructuración de la deuda pública externa o buena parte de la deuda privada externa de una economía.

En buena medida, la dificultad en extraer enseñanzas de otras crisis para la reorganización financiera argentina radica en que en este caso coexisten *todas* las clases de crisis descritas hasta aquí, y en sus versiones más dramáticas: a) crisis financiera sistémica -en donde además ambos lados de los balances bancarios fueron severamente afectados, pánico bancario y congelamiento de depósitos incluidos; b) *currency crash*; y c) *default* de la deuda externa, pública y -buena parte de la deuda corporativa- privada. Dadas las varias especificidades de este proceso, las enseñanzas de otras experiencias internacionales, aunque válidas, tienen utilidad limitada.

1.3. Origen de las crisis financieras y experiencias de los años noventa.⁵

Extraer enseñanzas de otras crisis financieras presenta una dificultad adicional, asociada a la tipificación mostrada en la sección anterior y relativa a la identificación de las reales causas de una crisis. En este sentido, la literatura muestra marcados contrastes entre diferentes enfoques teóricos a la hora de establecer relaciones causales entre las principales variables explicativas de una crisis, variables que en la mayoría de los casos coexisten temporalmente. Estos contrastes teóricos se presentan alrededor de diferentes ejes temáticos que estructuran el debate, que podríamos resumir a grandes rasgos en dos grupos. Por un lado, aquellos enfoques que sostienen que las crisis se originan básicamente en principios *fundamentales*, versus aquellos basados en crisis de expectativas autogeneradas o autoconvalidadas (*self-fulfilling*). En segundo lugar, podríamos trazar otra gran división entre enfoques que ponen

³ Estas definiciones son válidas tanto para regímenes de tipo de cambio fijo como flotante. Aunque el "umbral" estadístico por encima del cual existe una crisis cambiaria es necesariamente arbitrario, existe relativo consenso acerca de qué episodios constituyeron crisis cambiarias y cuáles no.

⁴ Los autores citados en este párrafo, como así también algunos otros mencionados a lo largo de este trabajo, construyen distintos tipos de índices que miden la intensidad de las presiones sobre la moneda a partir de ponderaciones de la importancia relativa de todas o de algunas de las variables citadas: tipo de cambio, tasa de interés y variación de reservas. Luego, utilizan estos indicadores tanto para detectar episodios de crisis cambiarias como para cuantificarlos.

⁵ Presentar el debate en torno a las teorías explicativas de las crisis de los años noventa no es el objetivo central de este trabajo. No obstante, dado que la interpretación de los orígenes de estas crisis financieras guarda estrecha relación con las diferentes propuestas de reconstrucción bancaria a la salida de dichas crisis -como se mostrará a lo largo de este capítulo-, presentaremos en esta sección una breve descripción de dicho debate, acompañada de una reseña de las cinco experiencias de crisis mencionadas en la Introducción. En el Anexo 1 se presenta una descripción cronológica más detallada de cada uno de estos cinco casos de crisis financieras.

en el centro de la explicación causal a un factor microeconómico, el funcionamiento del sistema bancario, frente a enfoques sustentados en factores extra-bancarios, sean estos macro o microeconómicos.

A lo largo de la década pasada se volvió particularmente intenso el debate en torno a la caracterización de una crisis financiera a partir de modelos de primera, segunda o tercera generación de crisis cambiarias. Esa caracterización hace referencia a distintas épocas en las que se desarrollaron las crisis, en las cuales los intentos por modelarlas se sustentaron en los ejes temáticos recién mencionados.⁶

En forma sintética, podríamos decir que los modelos de primera generación dan cuenta de las crisis financieras sobre la base de un fundamento macroeconómico, el déficit fiscal, que financiado a través del señoreaje que se vuelve incontrolable, conduce al colapso de la paridad cambiaria, provocando la contracción del producto y el alza de las tasas de interés y afectando así el desempeño del sistema financiero.

Dado que la crisis de los tipos de cambio europeos de 1992 (*ERM crisis*) no podía ser explicada a partir de un modelo de este tipo, entre otras razones porque afectó a economías con situaciones fiscales equilibradas, surgieron modelos de crisis de segunda generación. Uno de los pioneros fue Obstfeld (1994), quien basa su argumentación en un conflicto entre el tipo de cambio presente y las expectativas del mercado respecto al tipo de cambio futuro. Estas expectativas se sustentan a su vez en la observación de variables presentes que pondrían en evidencia el deseo del gobierno de efectuar una política monetaria expansiva en el futuro -fruto de déficit fiscales esperados-, lo que haría colapsar la paridad cambiaria. Por ejemplo, desde esta perspectiva se señaló que la crisis de la libra esterlina de 1992 obedeció a que el *trade off* que enfrentaba el gobierno británico entre desempleo y tipo de cambio llevó a los mercados a descontar un déficit fiscal futuro que estaría anticipando, al monetizarse, el colapso de la paridad cambiaria. Claro está, son las expectativas las que juegan un papel central en un argumento de este tipo, en donde el *timing* de la crisis es arbitrario, por lo que esta "profecía autocumplida" (*self-fulfilling*) podría hacerse efectiva o no, dando lugar entonces a la existencia de equilibrios múltiples.

Más tarde, fue principalmente la crisis asiática la que disparó la tercera generación de modelos de crisis, ya que países como Corea, por ejemplo, presentaban una macroeconomía básicamente "ordenada" en sus principios fundamentales, como se muestra en el cuadro que sigue: situación fiscal

⁶ En este caso, el término *crisis cambiarias (currency crises)* no hace alusión necesariamente al *origen* de una crisis, sino a su forma de manifestarse. Por ejemplo, pese a que toda la literatura suele caracterizar a las crisis financieras del sudeste asiático de los años noventa como *currency crises* de tercera generación, un enfoque -predominante- atribuye el origen del episodio coreano a problemas de gobernanza (*governance*) en el sistema financiero asociados a la existencia de riesgo moral (*moral hazard*).

equilibrada, bajo desempleo, baja inflación, un tipo de cambio competitivo y elevadas tasas de crecimiento del producto sostenidas durante décadas, las que si bien eran parcialmente financiadas mediante ingresos de capitales externos (financieros e IED), se sustentaban también en altas tasas de ahorro interno.

Es importante destacar, a los fines de nuestra posterior caracterización de los procesos de reestructuración bancaria, que si bien el cuadro muestra persistentes déficit de balanza comercial y cuenta corriente, ninguno de los diferentes enfoques interpreta a la crisis coreana a partir un modelo de atraso cambiario que habría generado inconsistencia temporal de la balanza comercial y la cuenta corriente, y que habría desembocado en consecuencia en una crisis de expectativas. Por el contrario, el déficit comercial mostraba la expansión de una economía competitiva que demandaba crecientes importaciones, mientras la contrapartida en la cuenta corriente de los ingresos de capitales era reflejo de grandes flujos de IED y de servicios financieros de una economía cuyo endeudamiento financiaba su crecimiento en forma aparentemente robusta.⁷ Este proceso, que duró décadas, llevó a que el debate en torno al desarrollo coreano previo a la crisis, lejos de cuestionar la sustentabilidad del crecimiento, girara en torno a cuáles eran las "verdaderas causas" del milagro.

Lo que parecía una virtud *ex ante*, y hasta motivo de disputa intelectual, pasó a ser seriamente cuestionado y debatido extensamente en la literatura posterior a la crisis. Puede comprenderse este debate a partir de dos enfoques que giran alrededor de uno de los ejes temáticos presentados más arriba, y que coinciden al señalar algunas características de "poco sanas" de la banca, observadas *ex post* (tanto en Corea cuanto en las economías del sudeste asiático en general), aunque difieren a la hora de diagnosticar las "verdaderas causas" de la crisis de las economías del sudeste asiático.

Por un lado, una visión más ortodoxa pone en el centro del problema el comportamiento de la banca, considerado desde una perspectiva microeconómica. Un gerenciamiento alejado de las buenas prácticas internacionales, de una banca altamente concentrada, fuertemente ligada al poder político, y cuya estructura de propiedad estaba entrelazada con la de los mayores grupos económicos, habría conducido a una situación de sobreendeudamiento y sobreinversión generalizada de la economía. Este argumento se sustenta en otro: la banca habría contado con un generalizado sistema de garantías implícito, idea sustentada en la creencia de que el gobierno respaldaría finalmente a bancos "demasiado grandes para caer", que

⁷ El déficit de balanza comercial de 1996, muy superior al de años precedentes, obedeció a un fuerte deterioro de los términos de intercambio coreanos en dicho año, y no a una dinámica explosiva del comercio exterior, que podría pensarse como pre-crítica. Nótese que en 1997, con anterioridad al impacto de la crisis, el déficit comercial vuelve a los niveles previos a 1996 (para más detalles, ver Anexo 1).

habían financiado décadas de desarrollo y prosperidad. Esta garantía implícita escondería, conforme al crecimiento de la banca, una creciente necesidad de financiamiento futuro del gobierno, que conduciría finalmente a una crisis de expectativas cambiarias. Es decir, en Corea y en otras economías del sudeste asiático, la banca habría financiado el desarrollo económico durante décadas, al compás del crecimiento de un enorme problema de riesgo moral (ver, por ejemplo, Corsetti, Pesenti y Roubini, 1998).

Sin abandonar esta visión ortodoxa que pone en el centro de la escena el problema de *moral hazard* de la banca, otra vertiente de la literatura introduce un matiz, al plantear que este problema no habría conducido a una situación de sobreendeudamiento y sobreinversión en la economía, sino más bien a una creciente *vulnerabilidad* del sistema financiero. Luego, en determinado momento, algún disparador habría desencadenado una crisis de expectativas con un componente autorrealizador. En una economía abierta, la capacidad limitada del banco central para financiar a la banca ante una corrida sistémica *contra los depósitos* habría conducido finalmente a una crisis bancaria y cambiaria (ver, por ejemplo, Chang y Velasco, 1998).

En cambio, desde una perspectiva alternativa, se puede pensar la crisis asiática asumiendo muchos de los hechos estilizados presentados en los enfoques ortodoxos y retomando también buena parte de esos análisis, aunque invirtiendo la causalidad de las variables analizadas y, en consecuencia, quitando a la banca del centro del problema en tanto "verdadera causa" que dio origen a la crisis.

Desde esta perspectiva, la crisis bancaria sería interpretada como una *consecuencia*, asociada al fuerte debilitamiento de los demandantes de crédito, en donde los "malos préstamos" del sistema financiero son problemas observados, y por ende evidenciados, a posteriori de la crisis.

Podríamos comenzar por resaltar cuatro hechos estilizados comunes a todas las economías del sudeste asiático en crisis.⁸ En primer lugar, no sólo las basadas en créditos bancarios -supuestamente sobreexpandidos-, sino las inversiones de *toda* clase sufrieron un "boom" con carácter previo a la crisis. Y esto fue así durante muchos años, destacándose las acciones y las inversiones inmobiliarias, hechas tanto por residentes como por no residentes. Por cierto, difícilmente pueda argumentarse que este tipo de inversiones contaba con alguna garantía implícita.

En segundo lugar, existió un evidente *efecto contagio* vía movimientos de capitales -además de otros contagios reales- que daría a pie a argumentos basados en expectativas autorrealizadoras, que contribuirían a explicar en parte la arbitrariedad del *timing* de algunas crisis y, en consecuencia, a evidenciar la existencia de equilibrios múltiples.

⁸ Que pueden contrastarse con los cuadros de Corea e Indonesia mostrados en esta sección.

Cuadro 2. Corea, variables macroeconómicas

Variables	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
PIB (miles de millones de wones const.)	346,448	377,349	402,821	423,006	394,710	437,709	476,269
PIB (millones de U\$S corr.)	402,523	489,258	520,205	476,486	317,079	406,070	457,219
Tasa de crecimiento anual del PIB	8.25%	8.92%	6.75%	5.01%	-6.69%	10.89%	8.81%
PIB per cápita (en U\$S corrientes) ***	9,017	10,851	11,423	10,361	6,829	8,666	9,670
Inflación anual (precios al consum.)	6.22	4.50	4.92	4.44	7.51	0.81	2.26
Tipo de cambio (wones per U\$S)**	803.45	771.27	804.45	951.29	1,401.44	1,188.82	1,130.96
Tipo de cambio real	100	92	91	103	142	119	111
Tasa de desempleo	2.40	2.00	2.00	2.60	6.80	6.30	4.10
Reservas int. (millones U\$S corrientes)****	25,764	32,804	34,158	20,465	52,100	74,114	96,251
Deuda externa total (mill U\$S corrientes)	72,414	85,810	115,803	136,984	139,097	130,316	134,417
Deuda pública Gob. Ctral. (en % del PIB)	9.42	8.36	8.05	10.38	n.a.	n.a.	n.a.
Balance de Pagos							
Exportaciones (millones U\$S)	111,770	147,459	153,380	164,920	157,687	171,693	206,482
Importaciones (millones U\$S)	-116,430	-154,882	-174,525	-171,300	-115,035	-143,972	-192,499
Balanza Comercial (millones U\$S)	-4,661	-7,423	-21,144	-6,379	42,651	27,721	13,983
Cuenta Corriente (millones U\$S)	-3,867	-8,507	-23,006	-8,167	40,365	24,477	12,241
Cuenta Capital (millones U\$S)	10,296	16,786	23,327	-9,803	-8,210	12,320	12,110

(**) Tipo de cambio promedio del período

(***) PIB en millones de U\$S corrientes dividido población

(****) Por cuestiones metodológicas de la contabilidad de cada país las variaciones del stock no coinciden con las variaciones de los flujos.

Fuente: International Bank of Reconstruction and Development, The World Bank (2002), e IMF (2003).

Cuadro 3. Corea, variables financieras

Variables	T-3 1994	T-2 1995	T-1 1996	T 1997	T+1 1998	T+2 1999	T+3 2000
Tasa de interés nominal*	8.5	9	8.84	11.88	15.28	9.4	8.55
Tasa de interés real	2.28	4.50	3.92	7.44	7.77	8.59	6.29
Depósitos totales (miles de millones wones corrientes)	100,668	115,072	138,769	168,482	222,926	284,916	366,041
Depósitos totales (miles de millones wones constantes)	100,668	110,116	126,560	147,128	181,068	229,552	288,398
Tasa de crecim. anual de los depósitos totales	-	9%	15%	16%	23%	27%	26%
Créd. al sec. priv. (mil de millones wones corr.)	184,888	213,658	256,054	309,007	333,431	396,621	468,825
Créd. al sec. priv. (mil. de millones wones cons.)	184,888	204,457	233,527	269,842	270,824	319,551	369,380
Tasa de crec. anual del crédito al sector privado	-	11%	14%	16%	0%	18%	16%
Créd. al sector priv. millones de U\$S corr (tipo de cambio fin de período)	234,421	275,795	303,310	182,305	276,936	348,525	370,759
Tipo de cambio al final del periodo	788.7	774.7	844.2	1,695.0	1,204.0	1,138.0	1,264.5

(*) Tasa de interés cobrada por los bancos por préstamos a los principales clientes (lending rate).

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development, World Bank (2002), IMF (2003) y The Bank of Korea.

En tercer término, el signo de la cuenta corriente de todos los países asiáticos sufrió una drástica, abrupta y rápida *reversión* debido a las crisis -de negativas a positivas-, reversión que en todos los casos fue liderada por una gran depreciación de la moneda y por la brusca caída de las importaciones, tanto debido a la devaluación como a las acentuadas declinaciones del producto que siguieron a los colapsos financieros. Krugman (1999) llama a este

fenómeno el problema de la *transferencia*,⁹ por el cual esta reversión de la cuenta corriente no se hace sino en forma abrupta y crítica.

En cuarto lugar, en forma generalizada las firmas -deudoras del sistema financiero- exhiben con posterioridad a la crisis severos problemas en sus *balances*, debido la revaluación de su deuda en moneda extranjera, a la caída del producto y al alza de las tasas de interés. Por cierto, una reestructuración puramente bancaria no ofrecería ningún tipo de solución a este problema.

Considerando estos hechos estilizados, y retomando tanto algunos argumentos de los modelos de primera y de segunda generación cuanto algunos contemplados en los modelos de tercera generación más "ortodoxos", una nueva clase de modelos de tercera generación vio la luz. La correspondiente argumentación podría ser simplificada como sigue.

En determinado momento existe un problema de *vulnerabilidad financiera* en una economía, es decir, en sus firmas, aunque no necesariamente en la banca, que lleva a la existencia de equilibrios múltiples. En ese marco, la pérdida de la confianza, fundamentalmente de no residentes, genera una crisis de expectativas, autorrealizadora en cuanto a su *timing*, tal vez disparada por un factor exógeno como el efecto contagio, que lleva a la reversión de la cuenta corriente de un modo abrupto a través de una gran devaluación, a una fuerte recesión y a un severo problema de los balances de las firmas (en este caso, una política monetaria contractiva que contenga la salida de capitales no haría otra cosa que acentuar la recesión, convalidando la pérdida de confianza). Sin embargo, la vulnerabilidad financiera de la economía no radica en los problemas del sistema financiero, sino en el alto *apalancamiento* de las firmas. Si bien esta característica de las economías del sudeste asiático es "histórica", la liberalización y la integración financieras, típicas de los años noventa, introdujeron un nuevo elemento que aumentó enormemente esa vulnerabilidad y en parte contribuye a explicar el *timing* de la crisis: ahora el apalancamiento está denominado en buena medida en moneda extranjera.

Como se ve, esta clase de modelos de tercera generación puede incluir debilidades de la banca asociadas a *moral hazard* o a otras vulnerabilidades propias en tanto mecanismos de propagación y amplificación; no obstante, también puede prescindir de la banca, por lo que ésta no constituiría parte del *origen* de la crisis.

Sin embargo, aunque no haya originado la crisis, la banca sale seriamente debilitada, tanto por el lado de sus activos como por el lado de sus pasivos, por lo que la salida de la crisis puede conducir a un proceso de reestructuración bancaria. Claro está, esa reestructuración debería ser sistémica, y no podría nunca prescindir de un paquete de medidas tendientes a sanear las finanzas de las firmas, que sí están en el corazón del problema en esta clase de modelos de tercera generación.

⁹ En honor al clásico debate Keynes-Ohlin.

Tal vez el argumento más contundente en este sentido haya sido presentado por Krugman (1999), quien construyó un modelo de esta clase que, basado en los hechos estilizados de las crisis asiáticas recién presentados, ofrece una explicación del fenómeno *prescindiendo completamente de la banca* como actor en la crisis y, por ende, descartando de plano los argumentos basados en *moral hazard* o en otras vulnerabilidades micro-bancarias en tanto *origen* de dichas crisis.

Como es fácil advertir, si esta caracterización del problema fuese adecuada, cambiaría radicalmente la manera en la que debería encararse un proceso de reconstrucción bancaria a la salida de la crisis. Desde esta perspectiva la reconstrucción de la economía debiera ser necesariamente sistémica y, en ella, tal vez la reestructuración de la banca desde un enfoque microeconómico no juegue un papel protagónico.

Sin embargo, la literatura referida a reestructuraciones bancarias a la salida de crisis sistémicas muestra estar esencialmente fundada en los enfoques más ortodoxos mostrados hasta aquí, en línea con los programas habituales del FMI para el sector bancario, que suelen poner énfasis en los problemas de naturaleza microeconómica, por lo que están orientados a mitigar las naturales vulnerabilidades del sector bancario, especialmente aquellas asociadas a *moral hazard*.

Los hechos estilizados mostrados hasta aquí describen a grandes rasgos dos de los casos en estudio, los de Corea e Indonesia.¹⁰ En lo que se refiere al sistema financiero, pueden resaltarse aspectos tales como vulnerabilidad bancaria, estructuras de propiedad entrelazadas entre bancos y corporaciones asociadas a su vez al poder político y, por ende, dudosos mecanismos de supervisión bancaria.

Entre los factores "extra" bancarios, es decir, aquellos que si bien afectan al sistema bancario son de origen macroeconómico o son propios de las firmas, se destacan el alto nivel de apalancamiento de las firmas -gran parte de él denominado en moneda extranjera-, "*boom-burst*" bursátiles e inmobiliarios, el efecto contagio sufrido a partir de la devaluación tailandesa de julio de 1997, colapsos financieros seguidos por grandes recesiones y depreciaciones, que condujeron a grandes reversiones de la cuenta corriente y a severos problemas en los balances de las firmas.

Pese a compartir rasgos comunes, la crisis de Indonesia fue bastante más severa que la de Corea, tanto en lo relativo al desorden macroeconómico (caída del PIB, aumento de la inflación, *overshooting* del tipo de cambio, persistencia del desempleo, etc. -como se ve en los cuadros), cuanto en lo que se refiere al desorden en el proceso de intermediación financiera, con consecuencias más severas sobre la banca y las firmas.

¹⁰ Una descripción más detallada y ordenada en forma cronológica de los cinco casos analizados en este estudio se presenta en el Apéndice 1.

Cuadro 4. Indonesia, variables macroeconómicas

Variables	T-3 1994	T-2 1995	T-1 1996	T 1997	T+1 1998	T+2 1999	T+3 2000
PIB (mil. de millones de rupiah cons.)	354,640	384,417	413,797	433,245	376,374	379,557	397,666
PIB (millones de U\$S corrientes)	176,892	202,132	227,370	215,749	95,446	141,306	153,255
Tasa de crecimiento anual del PIB	7.54	8.40	7.64	4.70	-13.13	0.85	4.77
PIB per cápita (en U\$S corrientes) ***	928	1,038	1,155	1,079	467	681	728
Inflación anual (sobre precios al consumidor)	8.52	9.43	7.97	6.73	57.64	20.49	3.72
Tipo de cambio (rupiah per dólar)**	2,160.75	2,248.61	2,342.30	2,909.38	10,013.60	7,855.15	8,421.77
Tipo de cambio real	100	95	92	107	233	152	157
Tasa de desempleo	n.a.	n.a.	4.00	4.70	5.50	6.40	6.10
Res. int.(millones U\$S corrientes)****	13,321	14,908	19,396	17,487	23,606	27,345	29,353
Deuda externa total (mill. U\$S corrientes)	107,824	124,398	128,937	136,161	151,236	150,844	141,803
Deuda pública del Gob. Central (en % del PIB)	36.57	30.80	23.92	72.49	55.20	44.79	n.a.
Balance de Pagos							
Exportaciones (millones U\$S)	45,020	52,923	56,787	63,239	54,850	55,841	70,619
Importaciones (millones U\$S)	-43,738	-54,461	-59,379	-62,830	-43,903	-42,171	-55,377
Balanza Comercial (millones U\$S)	1,282	-1,538	-2,592	409	10,947	13,670	15,242
Cuenta Corriente (millones U\$S)	-2,792	-6,431	-7,663	-4,889	4,096	5,785	7,985
Cuenta Capital (millones U\$S)	3,839	10,259	10,847	-603	-9,638	-5,941	-7,896

** Tipo de cambio promedio del período

*** PIB en millones de U\$S corrientes / población

**** Por cuestiones metodológicas de la contabilidad de cada país las variaciones del stock no coinciden con las variaciones de los flujos.

Fuente: International Bank of Reconstruction and Development, The World Bank (2002), e IMF (2003).

Cuadro 5. Indonesia, variables financieras

Variables	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Tasa de interés nominal *	17.76	18.85	19.22	21.82	32.15	27.66	18.46
Tasa de interés real	9.24	9.42	11.25	15.09	-25.49	7.17	14.74
Depósitos totales (mil. de millones rupiah corrientes)	130,280	171,257	226,097	279,073	481,350	525,227	587,730
Depósitos totales (mil. de millones rupiah const.)	130,280	156,499	191,361	221,303	242,133	219,276	236,570
Tasa de crecimiento anual de los depósitos	-	20.13%	22.28%	15.65%	9.41%	-9.44%	7.89%
Créd. al sec. Priv. (mil. de millones rupiah corrientes)	198,507	243,285	295,392	381,946	508,823	225,466	276,683
Créd. al sec. Priv. (mil. de millones rupiah const.)	198,507	222,320	250,011	302,881	255,953	94,129	111,369
Tasa de crecim. anual del crédito al sector privado	-	12%	12%	21%	-15%	-63%	18%
Crédito al sector privado, mill de U\$S corrientes	90,230	105,409	123,958	82,139	63,405	31,823	28,836
Tipo de cambio al final del periodo	2,200	2,308	2,383	4,650	8,025	7,085	9,595

* Tasa de interés cobrada por los bancos por préstamos a los principales clientes (lending rate)

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development/ The World Bank (2002), IMF (2003) y Bank of Indonesia.

En este sentido, cabe señalar que antes de la crisis asiática Indonesia mostraba varias características que la hacían más *vulnerable* que Corea, siendo ésta tal vez una de las principales explicaciones de la mayor magnitud de su crisis.

En primer lugar, era -y es- una economía de menor desarrollo relativo, que poseía además mercados financieros más incompletos, los que a su vez se habían desarrollado rápidamente en los años noventa.

Cuadro 6. Corea e Indonesia.
(datos Macroeconómicos.)

País	Variable	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
Corea	PIB en millones de U\$S corrientes	402.523	489.258	520.205	476.486	317.079	406.070	457.219
	PIB per cápita en U\$S corr.	9.017	10.851	11.423	10.361	6.829	8.666	9.670
	Población en millones*	45	45	46	46	46	47	47
Indonesia	PIB en millones de U\$S corrientes	176.892	202.132	227.370	215.749	95.446	141.306	153.255
	PIB per cápita en U\$S corr.	928	1.038	1.155	1.079	467	681	728
	Población en millones*	191	195	197	200	204	207	210

(*) La población está estimada a mitad de año para cada país

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank (2002), e IMF (2003).

En segundo lugar, Indonesia poseía mayores niveles de endeudamiento externo, privado y público, tanto en comparación con su PIB como en términos absolutos. En tercer lugar, además de ser una economía más apalancada, se caracterizaba por poseer un endeudamiento en moneda extranjera de corto plazo sensiblemente más alto. En cuarto término, el problema institucional en Indonesia era más grave que en el caso coreano, llegando a poseer la familia presidencial un gran poder de control sobre las decisiones relativas al conglomerado financiero-corporativo (además de ser propietarios de parte de él). Y finalmente, una vez desatada la crisis hubo fallidas intervenciones de política económica que incrementaron esta vulnerabilidad y agudizaron la crisis, cuya responsabilidad es compartida entre las autoridades locales y el FMI, que colaboró en el diseño y auditoría del proceso.

En el caso de México, la crisis comparte algunos rasgos comunes con los anteriores, aunque presenta también ciertas características marcadamente diferentes.

Cuadro 7. México, variables macroeconómicas

Variables	T-3 1991	T-2 1992	T-1 1993	T 1994	T+1 1995	T+2 1996	T+3 1997
PIB (millones de pesos cons.)	1,189,017	1,232,162	1,256,196	1,311,661	1,230,771	1,294,197	1,381,839
PIB (millones de U\$S corr.)	314,451	363,609	403,195	420,776	286,167	332,339	401,091
Tasa de crec. anual del PIB	-	3.63%	1.95%	4.42%	-6.17%	5.15%	6.77%
PIB per cápita (en U\$S corr)***	3,708	4,174	4,544	4,655	3,111	3,552	4,216
Inflación anual (sobre precios al consumidor)	22.66	15.51	9.75	6.97	35.00	34.38	20.63
Tipo de cambio (\$ por dólar)**	3.02	3.09	3.12	3.38	6.42	7.6	7.92
Tipo de cambio real	100.00	88.58	81.49	82.53	116.12	102.30	88.38
Tasa de desem.	3.00	3.10	3.20	4.20	5.70	4.30	3.40
Reservas int. (millones U\$S corrientes)****	18,052	19,171	25,299	6,441	17,046	19,527	28,852
Deuda externa total (millones U\$S corrientes)	114,067	112,315	131,726	140,193	166,874	157,496	148,702
Deuda pública Gob. Central (en % del PIB)	38.06	28.11	25.30	35.32	40.84	31.12	25.78
Balance de Pagos							
Exportaciones (millones U\$S)	51556	55471	61402	71203.4	89321.12	106725	121613
Importaciones (millones U\$S)	-60925	-74089	-77412	-92388.6	-82168.38	-100286	-122423
Balanza Ccial. (millones U\$S)	-9,369	-18,618	-16,010	-21,185	7,153	6,439	-810
Cta. Corriente (millones U\$S)	-14,888	-24,442	-23,400	-29,662	-1,576	-2,529	-7,696
Cuenta Capital (millones U\$S)	25,139	27,039	33,760	15,787	-10,487	4,248	25,745

** Tipo de cambio promedio del período

*** PIB en millones de U\$S corrientes sobre población

**** Por cuestiones metodológicas de la contabilidad de cada país las variaciones del stock no coinciden con las variaciones de los flujos

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank (2002), e IMF (2003).

Cuadro 8. México, variables financieras

Variables	T-3 1991	T-2 1992	T-1 1993	T 1994	T+1 1995	T+2 1996	T+3 1997
Tasa de interés nominal*	n.a.	n.a.	22.04	20.38	58.59	36.89	24.55
Tasa de interés real	n.a.	n.a.	12.29	13.41	23.59	2.51	3.92
Depósitos Totales (millones pesos corrientes)	131,668	172,687	195,852	260,570	384,294	464,112	625,371
Depósitos totales (millones pesos constantes)	131,668	149,500	154,489	192,154	209,922	188,664	210,747
Tasa de crecimiento anual de los depósitos	-	14%	3%	24%	9%	-10%	12%
Crédito al sector privado (millones pesos corrientes)	179,251	288,445	362,958	496,078	464,075	394,723	560,405
Crédito al sector privado (millones pesos constantes)	179,251	249,714	286,303	365,826	253,502	160,457	188,854
Tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado	-	39.31%	14.65%	27.78%	-30.70%	-36.70%	17.70%
Crédito al sector privado, millones de US\$ corrientes (t. de cam. fin de periodo)	58,388	92,450	116,707	93,073	60,743	50,283	69,357
Tipo de cambio al final del periodo	3.07	3.12	3.11	5.33	7.64	7.85	8.08

(*)Tasa de interés cobrada por los bancos por préstamos a los principales clientes (lending rate)

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002), IMF (2003) y Banco de México.

El cuadro incluido arriba nos cuenta la historia de una economía que crecía errática y lentamente en la primera mitad de la década de los noventa, luego de la implementación de un plan de estabilización basado en el tipo de cambio fijo como ancla nominal (admitía pequeñas variaciones entre bandas estrechas), que logra hacer converger la tasa de inflación desde altos niveles hacia estándares cercanos a los internacionales, pero a costa de ir apreciando la moneda en términos reales y generando en consecuencia un problema de

inconsistencia temporal de la cuenta corriente, cuya trayectoria pasaría en algún momento a ser percibida como no sustentable. Sin embargo, durante bastante tiempo la paridad cambiaria pudo ser sostenida gracias a un enorme ingreso de capitales, que superaba a los crecientes déficit de cuenta corriente. Este escenario de gran vulnerabilidad financiera externa, macroeconómica, de la economía mexicana sólo necesitó de un pequeño shock externo, una leve alza de tasas de interés internacionales a comienzos de 1994, para que los agentes coordinaran sus expectativas sobre un tipo de cambio futuro esperado sensiblemente diferente a la paridad actual, llevando al colapso de la paridad cambiaria a fines de dicho año, a un alza de las tasas de interés, un salto abrupto de la tasa de inflación y una gran caída del producto.

Dado que el origen de la crisis es macroeconómico, y está vinculado a una política temporalmente inconsistente que genera un creciente divorcio entre el tipo de cambio futuro esperado y la paridad sostenida por el gobierno, podríamos caracterizar a esta crisis como de "segunda generación". La inconsistencia de la política monetaria no se originó en un problema fiscal (de hecho hubo superávit primarios en los años anteriores a la crisis, mientras que la relación "deuda pública/PIB" rondaba el 35%), sino en un plan antiinflacionario que condujo a la inconsistencia temporal de la cuenta corriente. Razonando "a la Krugman", el desarrollo crítico de este modelo podría no haber incluido bancos.¹¹

No obstante, como es obvio, la banca se vio seriamente afectada por la caída del producto y el colapso de la paridad cambiaria, las tasas de interés y la inflación. Más aún, el sistema financiero presentaba su propia vulnerabilidad previa a la crisis.

Luego del *default* de 1982, la banca había sido nacionalizada, y permaneció así hasta que a fines de los años noventa. Inspirado en el llamado Consenso de Washington, el gobierno implementó una amplia política de privatizaciones de empresas públicas, incluyendo a la banca (aunque sin abrirla a capitales extranjeros), además de liberalizar los mercados financieros y la cuenta capital del balance de pagos. Este proceso derivó en una rápida expansión de los créditos y los depósitos, como así también en el segmento dolarizado de estos, los que fueron mal gerenciados por una banca poco experimentada y débilmente regulada, con un componente de *moral hazard*. Cabe resaltar además que, dada la escasa necesidad de financiamiento del sector público, el endeudamiento externo fue demandado por el sector bancario y corporativo. El caso de Rusia presenta algunos rasgos similares al mexicano: su vulnerabilidad era de corte netamente macroeconómica; el país estaba

¹¹ Sería más correcto caracterizarlo como de "segunda" en vez de "tercera" generación debido a que lo que origina la brecha entre el tipo de cambio y su valor futuro esperado es una política (monetaria y cambiaria) inconsistente, cuyo fracaso es en determinado momento descontado por el mercado. A diferencia de Corea, esta razón, y no el alto apalancamiento en dólares del sector privado, fue lo que gatilló la crisis. Es decir, se parece más a un razonamiento "a la Obstfeld" que "a la Krugman".

implementando un plan de estabilización desde 1992, en co-autoría con el FMI, basado en el control de la monetización del déficit fiscal y en la fijación del tipo de cambio como ancla nominal en un sistema de *crawling peg* (por cierto, no muy bueno como señal de coordinación de expectativas en el contexto ruso), que generaba apreciación real de la moneda; y finalmente, poseía un sistema financiero muy "inmaduro", que crecía en forma desordenada y estaba débilmente regulado. No obstante, puede considerarse que tanto el desorden como la vulnerabilidad macroeconómica de Rusia eran aún mayores a los que presentaba México, ya en "T-3".

En primer lugar, comprender el fenómeno ruso nos lleva a incluir necesariamente en su análisis el fuerte sesgo político e institucional derivado su carácter de economía "en transición", por el que Rusia ingresa al período T-3 con una gran desorganización institucional y macroeconómica. Un buen síntoma de ambos desórdenes lo constituyen las enormes dificultades que tenía el gobierno central para recaudar impuestos de jurisdicciones que habían integrado la URSS y que, además, en muchos casos realizaban una parte importante de sus transacciones a través del trueque. Otra dificultad institucional, importante a la hora de explicar la crisis rusa lo constituía por ejemplo la debilidad de los marcos legales relativos a la toma de decisiones de inversión.

En segundo lugar, el plan de estabilización diseñado por el FMI desde 1992 había logrado disminuir la inflación, aunque la inflación minorista alcanzaba a 200% anual aún en 1995 (T-3) y recién en 1997 (T-1) llegaría al 15% anual; es decir, podría afirmarse que en el período pre-crítico la economía rusa operaba con las enormes dificultades derivadas de un régimen de alta inflación. En tercer lugar, la recesión con que Rusia ingresa a T-1 era más aguda que en el caso mexicano, con varios años de tasas de crecimiento negativas de entre 3 y 4% anual. En cuarto lugar, otra clara diferencia con el caso mexicano en cuanto al grado de vulnerabilidad macroeconómica era el elevado y persistente déficit fiscal (7% del PIB en T-2"), originado en los costos de la transición, en la falta de poder recaudatorio del gobierno federal -otro de los costos de esa transición-, en la profunda recesión, y en la necesidad de sostener el gasto público en este contexto fuertemente recesivo. Este déficit era financiado con emisión de rublos -limitada por el plan del FMI- o bien con emisión de bonos, tanto en moneda doméstica (GKO y OFZ) como extranjera (Eurobonds).¹²

¹² Los GKO son bonos cero cupón de corto plazo (similares a las T-Bill del tesoro estadounidense) emitidos por el gobierno y denominados en rublos que salen al mercado a partir de 1993. Los OFZ, que el gobierno ruso emite a partir de 1995, son también bonos cero cupón denominados en rublos, aunque pagan tasa variable y su *maturity* es mayor a un año. En 1996 aparece una nueva variante de los OFZ con tasa fija para amortizar la deuda del Banco Central acumulada en el periodo 1992-94.

Cuadro 9. Rusia, variables macroeconómicas

Variables	T-3 1995	T-2 1996	T-1 1997	T 1998	T+1 1999	T+2 2000	T+3 2001
PIB (millones de rublos cons)	2,542,946	2,456,486	2,478,594	2,357,143	2,484,429	2,690,636	2,843,429
PIB (millones de U\$S corr.)	337,709	418,617	428,464	282,429	193,217	251,106	309,951
Tasa de crec. anual del PIB	-4.14	-3.40%	0.90%	-4.90%	5.40%	8.30%	5.68%
PIB per cápita (en U\$S corr.) ***	2,280	2,833	2,913	1,927	1,327	1,726	2,146
Inflación anual (prec. al cons.)	197.47	47.73	14.74	27.67	85.68	20.75	21.49
Tipo de cambio rublos per U\$S**	4.56	5.12	5.78	9.71	24.62	28.13	29.17
Tipo de cam. real	100.00	76.00	74.78	98.40	134.36	127.14	108.52
Tasa de desem.	9.50	9.70	11.80	13.30	13.40	11.40	n.a.
Res. int. (millones U\$S corrient.)****	18,024	16,258	17,624	12,043	12,325	27,656	36,303
Res. fis. (millones de rublos)	-69,508	-147,607	-150,415	-126,958	-56,641	173,468	275,321
Resultado fiscal / PIB	-4.51%	-6.88%	-6.07%	-4.63%	-1.19%	2.37%	3.05%
Dda. externa total (millones U\$S corr.)	121,735	126,685	127,705	177,710	174,360	160,300	152,649
Dda. Páb. Gob. Central (en % del PIB)	n.a.	n.a.	n.a.	138.10	102.15	64.28	48.82
Balance de Pagos							
Exportaciones (millones U\$S)	92,987	102,967	100,974	86,818	84,620	114,599	112,678
Importaciones (millones U\$S)	-82,809	-86,758	-92,007	-74,470	-52,889	-61,091	-72,988
Balanza Comcial. (millones U\$S)	10,178	16,209	8,967	12,348	31,731	53,508	39,690
Cuenta Corriente (millones U\$S)	6,965	10,847	-80	216	24,611	46,840	34,971
Cuenta Capital (millones U\$S)	-1,950	-20,353	3,296	-22,550	-13,933	-5,345	-1,418

(**) Tipo de cambio promedio del período

(***) PIB en millones de U\$S corrientes dividido por la población

(****) Por cuestiones metodológicas de la contabilidad de cada país las variaciones del stock no coinciden con las variaciones de los flujos.

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank (2002 y 2003) e IMF (2003).

Cuadro 10. Rusia, variables financieras

Variables	T-3 1995	T-2 1996	T-1 1997	T 1998	T+1 1999	T+2 2000	T+3 2001
Tasa de interés nominal*	320.31	146.81	32.04	41.79	39.72	24.43	17.91
Tasa de interés real	122.84	99.08	17.30	14.12	-45.96	3.68	-3.58
Depósitos totales (millones rublos corrientes)	124,497	164,899	158,716	283,997	456,528	680,647	930,104
Depósitos totales (millones rublos constantes)	124,497	111,622	93,633	131,230	113,613	140,278	157,784
Tasa de crecimiento anual de los depósitos totales	-	-10%	-16%	40%	-13%	23%	12%
Crédito al sector privado (millones rublos corrientes)	134,023	158,150	236,720	346,375	521,961	867,397	1,389,090
Crédito al sector privado (millones rublos constantes)	134,023	107,053	139,650	160,054	129,897	178,766	235,647
Tasa de crecimiento anual del crédito al sector privado	-	-20%	30%	15%	-19%	38%	32%
Créd. al sec. priv., millones de U\$S corr. (tipo cambio fin de período)	28,884	28,444	39,718	16,774	19,332	30,802	46,088
Tipo de cambio al final del período	4.64	5.56	5.96	20.65	27	28.16	30.14

(*) Tasa de interés cobrada por los bancos por préstamos a los principales clientes (lending rate).

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002 y 2003), IMF (2003), y Bank of Rusia.

Este stock de deuda crecía rápidamente, toda vez que el plan de estabilización lo transformaba en la única fuente de financiación del déficit, lo que era estimulado indirectamente por el FMI al restringir la emisión de rublos. Finalmente, una quinta causa de elevada vulnerabilidad radicaba en el hecho de que el superávit de balanza comercial era altamente dependiente de las

exportaciones de petróleo y gas, *commodities* internacionales cuyos precios son volátiles.

Surge una pregunta interesante en cuanto al *timing* de la crisis presentado en el debate respecto a las "verdaderas causas". ¿Por qué, existiendo tan grandes y variadas vulnerabilidades, no estaban dadas las condiciones *fundamentales* que funcionaran como señal de coordinación de expectativas para revertir los flujos de capitales externos positivos y desatar una crisis financiera antes de 1998?¹³

Podríamos enumerar al menos tres razones. En primer lugar, la intervención del FMI a través de su asistencia financiera y de su relativamente exitoso plan antiinflacionario alentaba la confianza de los inversores externos. En segundo lugar, las exportaciones de petróleo y gas sostenían la balanza comercial y, en menor medida, la cuenta corriente superavitarias, por lo que no había presiones cambiarias. En tercer lugar, mientras mantenían la confianza -avalada por la presencia del FMI-, los inversores externos garantizaban el financiamiento del déficit fiscal comprando su elevada y creciente deuda en bonos, además de reforzar la creencia en la estabilidad cambiaria.

Ante este escenario de gran vulnerabilidad macroeconómica, el contagio de la crisis asiática y el desplome de los precios del petróleo (cayeron de U\$S 23 a U\$S 12 por barril en 1998) fueron shocks-disparadores más que suficientes, sumados al fuerte atraso cambiario y a la relación deuda pública/PIB de 138%, para revertir el flujo de capitales externos y desatar la crisis.¹⁴

Esta se caracterizó básicamente por: contracción del producto del orden de 5%, disparada inflacionaria, abrupta caída del salario real, *crash* cambiario, shock de tasas de interés, *default* de la deuda pública. Se produjo también una paralización del inmaduro sistema financiero ruso, incluyendo la ruptura del proceso de intermediación financiera y la cadena de pagos de la economía real.

La crisis de Turquía es menos pasible de ser descrito en forma estilizada -entre T-3 y T+3- a los fines del análisis comparativo que pretendemos hacer en este capítulo, debido esencialmente a tres razones.

¹³ En algunos años previos a la crisis, el signo negativo de la cuenta capital que se ve en el cuadro debe ser tomado con cautela. La entrada de capitales destinados a comprar deuda del gobierno se veía parcial o totalmente compensada por las divisas que residentes rusos conservaban en el exterior con motivo de exportaciones -típica operación de "oligarcas del petróleo"- o por operaciones financieras, dada la desconfianza en su economía. Desde un criterio de "caja", éstas no eran divisas que salían, sino que nunca ingresaban. Es decir, a los fines del balance del mercado de divisas -relevante a la hora de analizar presiones cambiarias-, utilizando un criterio "caja" la cuenta corriente hubiera sido menos superavitaria y la cuenta capital menos deficitaria o superavitaria. Además, fundamentalmente durante los primeros años del período, la contabilidad nacional no seguía criterios homogéneos con los internacionales, por lo que algunos datos del balance de pagos deben ser tomados con prudencia.

¹⁴ Además, los influyentes "nuevos oligarcas rusos", propietarios del gas y del petróleo, ante el desplome de los precios internacionales de *sus commodities*, presionaron al gobierno para que devaluara.

La primera es que, desde hace algunos años, es difícil separar en la economía turca épocas de relativo "orden" (aún en el caso de que éste fuese aparente o escondiese vulnerabilidades), seguidas por posteriores episodios críticos. Por el contrario, podríamos decir que en todo el período analizado la aguda volatilidad de las variables macroeconómicas, incluyendo episodios críticos, es más bien un estado habitual, dentro del cual existen breves intervalos en los que, aunque lejos de alcanzarse senderos estables, la crisis se hace un poco menos intensa. De hecho, no es sencillo escoger el año "T" más apropiado de todo el período.

La segunda razón, fuertemente emparentada con la primera, es que la crisis no ha sido aún superada. Si bien pareciera haber quedado atrás el peor momento, diversas vulnerabilidades y cierto desorden macroeconómico persisten en la actualidad.

Finalmente, durante todo el período Turquía ha sido más de una vez "rescatada" de grandes colapsos financieros y económicos por el FMI, en situaciones de evidente insostenibilidad e insolvencia que aconsejarían, según los principios *fundamentales* del organismo internacional, que la política "correcta" consistiría en suspender la asistencia, tal como hizo en los casos de Rusia y Argentina. En determinados momentos del período bajo análisis resultó particularmente evidente que razones extraeconómicas, geopolíticas, en especial, motivaron el accionar del FMI como prestamista de última instancia internacional. Este hecho en particular distorsiona nuestro ejercicio comparativo con otras experiencias en lo referente a la relación "verdadera causa" de la crisis - coordinación de expectativas hacia el "equilibrio malo" - salida de la crisis -reestructuración bancaria.

En este contexto, intentar establecer si "la" crisis turca de 2000-2001 respondió a un modelo de primera, segunda o tercera generación, o si "el" problema era macro o micro económico, bancario o extra-bancario, es realmente un desafío ambicioso.¹⁵ A propósito, en 2000 hubo una crisis financiera sistémica -y por ende económica-, llamada "de liquidez", y en 2001 hubo otra crisis financiera sistémica, llamada "de solvencia", lo que dio lugar a que la escogiéramos cómo T en este capítulo (en el Anexo 1 se incluyen más detalles al respecto).¹⁶

Turquía presenta grandes vulnerabilidades, tanto macroeconómicas como micro-bancarias y además, severos problemas de índole institucional. En efecto, una diversidad de hechos estilizados brinda argumentos para varias hipótesis plausibles acerca de la "verdadera" causa de la crisis, por lo que proponer un modelo de reestructuración sistémica y bancaria traería aparejado en forma implícita un alto margen de error.

¹⁵ No obstante, algunos autores han intentado nadar en el pantano (por ejemplo, Ozatay (2002)).

¹⁶ Por cierto, en retrospectiva luce tentador pensar que el episodio de 2000 aparecía como una crisis de liquidez cuando en realidad escondía un problema de solvencia, que se manifestó pocos meses después en 2001.

Cuadro 11. Turquía, variables macroeconómicas

VARIABLES	T-3 1997	T-2 1998	T-1 1999	T 2000	T+1 2001	T+2 2002
PIB (mil millones de liras const.)	112,631,206	116,113,612	110,645,884	118,788,420	110,013,441	n.a.
PIB (millones de U\$S corr.)	190,664	201,154	185,788	199,937	147,683	182,772
Tasa de crec anl. del PIB	n.a.	3.09%	-4.71%	7.36%	-7.39%	n.a.
PIB per cápita (en U\$S corrientes) ***	3,053	3,173	2,888	2,967	2,152	n.a.
Infl. anual (precios al cons.)*****	85.73	84.64	64.87	54.92	54.40	43.80
Tipo de cam. (lir. per U\$S)**	151,865	260,724	418,783	625,218	1,225,590	1,507,230
Tipo de cambio real	100	93	91	87	111	95
Tasa de des.	6.40	6.40	7.30	8.30	8.53	9.90
Reservas int. (mill U\$S corrientes)****	19,746	20,568	24,433	23,515	19,911	28,076
Dda ext. total (mill U\$S corr)	84,771	97,162	102,068	116,209	115,118	131,551
Deuda pública Gob. Central (en % del PIB)	43.89	41.42	53.55	50.74	98.23	11.66
Balance de Pagos						
Exp. (millones U\$S)	52,020	54,541	45,723	51,150	50,438	53,938
Imp. (millones U\$S)	-56,511	-55,299	-48,721	-62,192	-45,845	-54,665
Bal. Comercial (millones U\$S)	-4,491	-758	-2,998	-11,042	4,593	-727
Cta. Corriente (millones U\$S)	-2,638	1,984	-1,360	-9,819	3,396	-1,789
Cta. Capital (millones U\$S)	6,969	-840	5,085	8,610	-14,198	14,495

(**) Tipo de cambio promedio del período

(***) PIB en millones de U\$S corrientes sobre población

(****) Por cuestiones metodológicas de la contabilidad de cada país las variaciones del stock no coinciden con las variaciones de los flujos.

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development /The World Bank (2002), IMF (2003), y www.die.gov.tr

Cuadro 11. Turquía, variables financieras

VARIABLES	T-3 1997	T-2 1998	T-1 1999	T 2000	T+1 2001	T+2 2002
Tasa de int. nominal *	79.49	80.11	78.43	47.16	74.7	50.49
Tasa de int. real	-6.24	-4.53	13.56	-7.76	20.30	6.69
Depósitos tot. (mil millones liras corrtes.)	9,130,830	17,792,660	36,048,400	49,797,100	95,507,300	n.a.
Depósitos tot. (mil millones liras constes.)	9,130,830	9,636,406	11,842,006	10,559,632	13,116,966	n.a.
Tasa de crec. anual de los depósitos	-	5.54%	22.89%	-10.83%	24.22%	n.a.
Crédito al sector privado (mil millones liras corrtes.)	7,252,460	11,493,200	16,564,800	28,515,400	35,456,000	38,784,305
Crédito al sector privado (mil millones liras constes.)	7,252,460	6,224,653	5,441,586	6,046,781	4,869,524	3,704,196
Tasa de crec. anual del créd. al sector priv.	-	-14%	-13%	11%	-19%	-24%
Crédito al sec. priv. millones de U\$S corr.	35,274	36,549	30,596	42,346	24,450	23,596
Tipo de cambio al final del periodo	205,605	314,464	541,400	673,385	1,450,130	1,643,700

(*)Tasa de interés pagada por los bancos comerciales sobre sus depósitos a plazo y similares (deposit rate)

Fuente: International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002), IMF (2003), y Central Bank of the Republic of Turkey.

Por un lado, la macroeconomía de Turquía operó bajo un régimen de inflación alta y persistente, en un rango de 40%-80% anual en los 6 años bajo estudio; con tasas de crecimiento de PIB que cambiaban de signo de un año a otro, con oscilaciones del orden de los 10/15 puntos porcentuales y que arrojaron un crecimiento prácticamente nulo entre T-3 y T+2; con una tasa de desempleo creciente en todo el período (10% en 2002), con elevados déficit fiscales que acumulan un creciente stock de deuda pública (98% del PIB en

2001); con una balanza comercial crecientemente negativa hasta el período T, sustentada en un tipo de cambio fuertemente atrasado (ya lo era en T-3) y en importaciones altamente sensibles al precio del petróleo; y con un stock de deuda externa que se incrementó 70% en dólares durante el período de 6 años en consideración.

Por su parte, el sistema financiero presentaba debilidades de variada naturaleza, tanto en lo referente a la banca privada como a la pública, tales como mercados segmentados, mal gerenciamiento de las carteras de créditos, descalces entre plazos de pasivos y activos exageradamente elevados, alta exposición en títulos públicos, altos niveles de dolarización del sistema, etc. Estos problemas "microeconómicos" se analizarán en la próxima sección, a la vez que el desarrollo cronológico de su desempeño durante el período se presenta en el Anexo 1. No obstante, como ya señaláramos, el desempeño microeconómico del sistema financiero suele ser un hecho evidenciado a posteriori de un episodio crítico. En consecuencia, al realizar dicho análisis cabe al menos detenernos en una pregunta contrafáctica: ¿cuánto de "mala praxis" puede ser atribuida a la microeconomía de la banca turca en un ambiente macroeconómico como el descrito? ¿Es posible que una banca turca mal administrada pudiera incidir de un modo decisivo en la formación de tales desequilibrios macroeconómicos?

1.4. Procesos de reestructuración bancaria sistémica

Como señaláramos al principio de este capítulo, una de las características de la actual crisis argentina es que su origen no es bancario pero, como consecuencia de la crisis, el sistema financiero ha sufrido un shock de enorme magnitud que lo conduce inexorablemente a una amplia reestructuración; y esto nos plantea en principio algunos problemas.

La mayor parte de la literatura existente sobre procesos de reestructuración bancaria exhibe un marcado sesgo hacia lo que en este capítulo caracterizamos como el enfoque ortodoxo, es decir, una visión que pone un fuerte énfasis en que los problemas microeconómicos-bancarios, asociados por ejemplo a la existencia de riesgo moral, los que son interpretados como las "verdaderas causas" de la crisis financiera.¹⁷

Este sesgo guarda relación con la tendencia, resaltada al comienzo de la sección 1.2, a aplicar recetas universales de reestructuración bancaria aún en crisis de características marcadamente disímiles. Claro está, el hecho de contar con un marco teórico tal vez inadecuado representa una severa limitación para pensar el rediseño de un sistema financiero -y de la economía

¹⁷ Probablemente este sesgo en la literatura se deba a que quienes se dedican profesionalmente a diseñar y auditar estos procesos pertenezcan al FMI o bien a los bancos centrales de los países afectados, que a su vez en muchas ocasiones comparten los criterios utilizados por el enfoque más ortodoxo del FMI.

en su conjunto- a la salida de la crisis, limitación que ha conducido a algunas experiencias internacionales de políticas económicas fallidas.

Los diferentes enfoques enfrentan por cierto un problema metodológico básico, ya que están trabajando sobre un conjunto de variables no siempre observables antes *ex ante* o durante la crisis. Es decir, en cualquiera de las clases de crisis que hemos descrito a lo largo de este capítulo, la banca está *de facto* en el centro del problema, aunque sus debilidades surgen por cierto luego de una observación a posteriori.

Este problema abre al menos tres hipótesis, que retomaremos luego en lo que resta de esta sección:

- a) que la crisis tenga orígenes que podríamos llamar "extra-bancarios", (por ejemplo, "estrictamente" macroeconómicos), en una economía que opera con una banca en su mayor parte "sana", que de todos modos funciona como mecanismo de propagación de la crisis debido a su naturaleza económica;
- b) que la crisis tenga origen extrabancario pero que además la banca no sea "sana", en cuyo caso podría amplificar la crisis, aunque ello nada diga respecto a su responsabilidad en su gestación y/o en el *timing*; y
- c) que la banca sea una de las "verdaderas causas" de la crisis.

A modo de ejemplos ilustrativos, al analizar la crisis asiática los modelos de tercera generación más ortodoxos parecen observar el caso (c), mientras que los modelos "a la Krugman" tienden a basarse en una visión como la (b). Tal como argumentaremos más adelante, la banca argentina de 2001, que cumplía con las regulaciones de Basilea "+", bien podría caracterizar la opción (a).

No obstante, en cualquiera de los tres casos, la banca suele salir seriamente dañada de una crisis, y su rediseño es necesario para reconstruir el proceso de intermediación financiera de la economía. El gran problema radica en que fallar en el diagnóstico de las causas puede llevar a un rediseño erróneo y, quizás, hasta pueda agravar la crisis en lugar de contribuir a solucionarla, tanto por el conjunto de políticas que se plantea como por el que se omite.

En consecuencia, antes de analizar las propuestas de reestructuración bancaria, destacaremos algunos hechos estilizados correspondientes a las cinco crisis analizadas en la sección anterior, a las que agregaremos el caso argentino, con el objeto de contrastarlos luego con dichas propuestas de reforma bancaria.

En primer lugar, todas estas economías (es decir, las cinco analizadas aquí más Argentina) habían desarrollado procesos de integración financiera con los mercados internacionales principalmente durante los años noventa, mucho antes del período T-3, tanto a través de la apertura de la cuenta capital del balance de pagos como a través de la liberalización financiera interna.

En segundo lugar, todas estas economías (incluyendo la argentina) presentaban ya en T-3 elevados y crecientes niveles de apalancamiento en

moneda extranjera en los balances de sus firmas, como así también altos y crecientes niveles de dolarización de obligaciones y créditos bancarios.¹⁸

En tercer lugar, con la excepción de México, las otras cinco economías sufrieron el efecto contagio de las salidas de capitales derivadas de la devaluación tailandesa.

En cuarto lugar, las seis crisis fueron disparadas por shocks exógenos, grandes o pequeños, que desnudaron vulnerabilidades internas previas. Podríamos citar, además de la devaluación tailandesa, la moderada suba de la tasa de interés de la FED en febrero de 1994 para el caso mexicano, o la volatilidad en el precio de algunas *commodities*, como el petróleo, que afectó tanto a Rusia (exportador) como a Turquía (importador), o los granos en el caso argentino.

En quinto lugar, todas las economías sufrieron una gran reversión de la cuenta corriente del balance de pagos a partir de (T+1) luego de la gran depreciación real de su moneda originada en la crisis financiera.¹⁹

Vale decir, estos cinco hechos estilizados no son más que la contrastación de aquellos fenómenos observados en todas las crisis del sudeste asiático a partir de los cuales Krugman (1999) desarrolló su modelo de tercera generación "sin bancos". Ahora, exceptuando Corea e Indonesia, podemos al menos señalar que esos cinco hechos estilizados están presentes en las otras cuatro crisis de la muestra, que incluye a la Argentina. Por cierto, no es vano recordar nuevamente que la banca argentina estaba ya en T-3 regulada por las mejores prácticas internacionales de Basilea "+".

En sexto lugar, las cuatro economías no asiáticas de la muestra estaban implementando, con el soporte político, técnico y financiero del FMI, planes antiinflacionarios basados en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal, lo que atrasaba el tipo de cambio real y generaba inconsistencia temporal de la cuenta corriente. Podría pensarse que en el caso ruso (cuenta corriente positiva) estos déficit estaban "ocultos" bajo otra fuente de vulnerabilidad, definida por una extrema dependencia de las exportaciones de petróleo.

En séptimo lugar, tres de estas cuatro economías, en las que el mantenimiento de la paridad cambiaria limitaba la expansión monetaria como recurso para financiar al gobierno, Rusia, Argentina y Turquía, presentaban altos y crecientes ratios "Deuda Pública/PIB" y/o perfiles de deuda pública cuya *duration* era muy corta, generando expectativas de *default*. Es posible conjeturar que, debido a la imposibilidad de monetizar sus déficit, estos gobiernos tuvieran que incrementar fuertemente sus emisiones de bonos.

¹⁸ Tal como se muestra en la sección 1.5.

¹⁹ En el caso de México, la devaluación logró revertir bruscamente la balanza comercial y reducir el déficit de la cuenta corriente de balance de pagos. En el caso ruso, debido a las razones comentadas en la sección anterior, la reversión consistió en que la cuenta corriente se hiciera mucho más superavitaria.

Cabe señalar además que en estos tres casos la emisión de títulos en moneda extranjera contribuía a abastecer las divisas necesarias para mantener la paridad cambiaria. Adicionalmente, en los tres casos la banca acumuló crecientes stocks de bonos del gobierno (y buena parte de ellos denominados en moneda extranjera), los que constituían grandes proporciones de sus activos totales.²⁰

En octavo lugar, podríamos señalar que las crisis financieras analizadas se precipitaron tanto en economías en las que había superávit fiscales entre T-3 y T-1 (México, Corea e Indonesia), como en las otras en las que había déficit en el mismo período (Rusia, Argentina y Turquía). Por lo tanto, no habría a priori elementos para establecer, en la muestra que se está considerando aquí, alguna relación causal entre déficit fiscal y crisis financiera (en línea con lo analizado por Caprio -1998- para un panel de crisis bancarias).

Más aún, en estas tres economías con cuentas públicas deficitarias, ciertas analogías podrían permitir inferir -aunque no demostrar- que sus déficit primarios podrían ser más bien una consecuencia que la causa de la crisis:

a) sufrieron severas recesiones entre T-3 y T, ocasionando caídas en la recaudación, a la vez que tenían dificultades para reducir gastos en períodos recesivos (en cambio, en las otras tres economías, hubo crecimiento del producto entre T-3 y T, alentando superávit fiscales);²¹

b) como ya se dijo, implementaron planes antiinflacionarios basados en la fijación del tipo de cambio nominal, planes que no sólo debieron ser contractivos vía altas tasas de interés entre T-3 y T para sostener la paridad, sino que, al impedir monetizar el déficit e inducir al incremento de la deuda pública, aumentaban su riesgo y, por ende, realimentaban altas tasas de interés, recesión y déficit fiscales.

c) arrastraban altos stocks de deuda y elevadas relaciones "Deuda Pública/PIB" anteriores a T-3, lo que les generaba elevados pagos de intereses e incrementaba el déficit fiscal (características ausentes en Corea, Indonesia y México).

Vale decir que, así como los cinco primeros hechos estilizados observados en estas seis economías en principio convalidan -o al menos o no refutan- el modelo de tercera generación "a la Krugman", podría pensarse que los últimos tres rasgos estilizados presentados (tipo de cambio fijo como ancla nominal antiinflacionaria, déficit fiscales en marcos recesivos y altas relaciones "Deuda Pública/PIB") le otorgarían rasgos de "segunda generación a la Obstfeld" a los casos de Turquía, Rusia, México y Argentina, en tanto y en cuanto es la inconsistencia de las políticas lo que habría llevado a tensionar los mercados y

²⁰ La excepción a esta regla fue el caso mexicano, en donde la situación fiscal superavitaria del gobierno dejó en manos del sector privado -corporativo y bancario- el endeudamiento en moneda extranjera que abastecía, ya en T-3, las divisas necesarias para sostener el tipo de cambio fijo.

²¹ Crecimiento bajo en el caso de México, pero crecimiento al fin, marcando un claro contraste con las agudas recesiones de Argentina y Rusia o la altísima volatilidad de Turquía.

a la aparición de una brecha entre la paridad cambiaria observada y el tipo de cambio futuro esperado (independientemente de cuáles hayan sido las políticas específicas en cada caso que generaron dicha tensión).

Por cierto, el hecho de que los modelos de crisis de los casos no asiáticos - Turquía, México, Rusia y Argentina- incorporen elementos de segunda generación, es decir, políticas inconsistentes que generan expectativas de devaluación y/o *default*, no es contradictorio con el tipo de análisis de tercera generación a la Krugman. Por el contrario, podría pensarse que estando presentes los hechos estilizados que fundamentarían esta última clase de modelos, las políticas inconsistentes no hicieron más que acelerar y/o empeorar las crisis, que tal vez hubieran ocurrido de todos modos si sólo se hubieran verificado los primeros cinco hechos estilizados presentados aquí.²²

Finalmente, el último hecho estilizado es, en todas las crisis, la presencia del FMI. Con anterioridad a ellas, en cuatro casos (Turquía, Rusia, México y Argentina), el Fondo tuvo una activa participación en el diseño, implementación y monitoreo de planes antiinflacionarios basados en la paridad cambiaria que colapsaron en grandes crisis financieras. Por su parte, los otros dos casos asiáticos fueron motivo de admiración hasta el período T-1 (e incluso de disputa intelectual por la autoría de las "verdaderas causas" del milagro).²³

Luego, durante las crisis, el FMI asistió con paquetes de apoyo financiero a cambio de nuevos programas a Corea, México, Indonesia y Turquía. En el caso coreano, el plan fue exitoso (por cierto, la crisis coreana fue por lejos la más leve de la muestra); también fue relativamente exitoso en México (salvo algún aspecto del mercado de crédito que destacaremos en la sección siguiente); y fracasó en más de una oportunidad en Turquía e Indonesia, países que continuaban en crisis en T+3. Por el contrario, dejó de asistir en T a Argentina y Rusia, claramente insolventes, aunque sí asistió a Turquía, claramente insolvente también, debido a razones de índole más bien geopolítica que económica.

Hasta aquí, hemos destacado 9 hechos estilizados comunes a estas seis crisis internacionales -o en ocasiones sólo a varias de ellas- que podrían contribuir a explicarlas. Ninguno de esos hechos estilizados pareciera haberse originado en problemas microeconómicos de la banca. Al menos, es posible argumentar que podrían haber existido aún "sin bancos". A su vez, como se ha señalado la banca presentaba también en varios de estos casos marcadas debilidades propias, observadas a posteriori, utilizadas como "evidencia" por los enfoques más ortodoxos.

²² De hecho, algunos autores como Chiodo y Owyang en el caso ruso, sostienen que muchas crisis contienen elementos de primera, segunda y tercera generación simultáneamente.

²³ Es decir, el FMI pareció no advertir la crisis hasta poco tiempo antes de su estallido.

En consecuencia, una pregunta aún pendiente es si ante tantos indicios extra-bancarios puede sostenerse aún a la banca como la "verdadera causa" de esta clase de crisis financieras a partir de su propia vulnerabilidad y/o a problemas asociados a *moral hazard*.

A partir de la respuesta a esta primera pregunta, es decir, luego de contrastar si el papel de la banca en la crisis responde a las hipótesis (a), (b) o (c) presentadas párrafos más arriba, un segundo interrogante pendiente es cuál es el paquete de medidas más apropiado para asistir no sólo a la banca, sino al proceso de intermediación financiera en su conjunto -que incluye además todos los otros aspectos vinculados a las finanzas de las firmas- luego de una crisis sistémica.

Las experiencias de las últimas dos décadas nos muestran que a la salida de una crisis sistémica las políticas de reforma bancaria deben enfrentar, a grandes rasgos, dos clases de problemas, que podríamos definir como:

- a) un problema *stock*, vinculado a la solvencia de la banca; y
- b) un problema *flujo*, vinculado a la sustentabilidad de su rentabilidad operativa.

Para atender estos dos tipos de problemas, es necesario diseñar paquetes de política diferenciados:

- a) operaciones de saneamiento financiero de las entidades (*stock*); y
- b) operaciones de reestructuración de operativa de sus actividades (*flujo*), tanto de las entidades en forma individual como de la banca en su conjunto.

El problema *stock*, generalmente el más urgente, plantea a su vez la necesidad de definir un criterio adecuado para determinar la solvencia o insolvencia de un banco. Si bien las mejores prácticas internacionales de regulación bancaria han desarrollado estándares precisos para establecer este criterio básico a la hora de valorar una entidad financiera, a la salida de una crisis sistémica la definición de este criterio se torna más borrosa, debido a varias causas tanto de índole económica como institucional.²⁴

Una primera característica general que puede observarse en los procesos de reestructuración bancaria sistémica de las últimas dos décadas es que la solución de ambas clases de problemas, *stock* y *flujo*, suelen demandar procesos relativamente largos de tiempo, es decir, medidos más bien en años que en meses.

Una segunda característica de estos procesos es que muchas veces suelen ser más exitosos en resolver el problema *stock* a través de reestructuraciones financieras que en resolver su problema *flujo* rediseñando la estructura operativa de la banca. Este tipo de falla de política incrementa el riesgo de que

²⁴ Entre las que podríamos citar, por ejemplo, la dificultad técnica que presenta la valuación de ciertos activos, la calidad, transparencia y homogeneidad de la asistencia financiera brindada por la autoridad monetaria durante la crisis, la vinculación entre algunas medidas económicas adoptadas previamente a la crisis y el deterioro de la calidad de activos y pasivos bancarios, o las consecuencias macroeconómicas de la forma que adopte el rediseño del sistema.

estos bancos recaigan nuevamente en crisis y sea necesaria luego una nueva reestructuración.

En consecuencia, una tercera característica que exhiben estas experiencias es que muchas veces un proceso de reestructuración es aparentemente exitoso en su inicio, aunque luego demuestra no ser sustentable, conduciendo a crisis recurrentes. Es decir, buena parte del éxito de una reforma bancaria dependerá de reconocer y diferenciar ambas clases de problemas, stock y flujo, y asumir que la solución a estos problemas demandará un tiempo medido en años.

En lo que sigue de esta sección analizaremos las diferentes propuestas de reformas bancarias reseñadas en la literatura y las intentaremos contrastar con las cinco experiencias internacionales presentadas en este capítulo y con el caso argentino.

Como dijimos anteriormente, en el tratamiento de estos temas suele predominar una visión ortodoxa, alineada con las propuestas que usualmente realiza el FMI. Dentro de este contexto general, existen dos tipos de trabajos empíricos sobre las crisis financieras. Por un lado, trabajos que pretenden capturar hechos estilizados de un gran número de crisis financieras a lo largo del tiempo mediante estudios de panel y, por el otro, estudios de casos propios de cada país.

En función de estas características de la literatura sobre reformas bancarias, nuestra estrategia de exposición para lo que sigue de esta sección consistirá en exhibir los resultados y las recomendaciones de política obtenidos por uno de los más completos y abarcativos estudios de panel del FMI (Dziobek y Pazarbasioglu, 1997), para luego tomarlos a modo de hipótesis a contrastar, tanto contra las seis experiencias abordadas en este capítulo -y los estudios de casos sobre ellas-, como contra recomendaciones de política alternativas a esta visión ortodoxa.²⁵

Este estudio de panel procuró caracterizar los resultados de 24 *reestructuraciones bancarias sistémicas* ocurridas entre 1980 y 1995, comparando el desempeño del sistema financiero de cada país a lo largo de dos intervalos de tiempo de cuatro años, antes y después de *iniciadas* las reformas.

Fueron contruidos dos grupos de indicadores para medir la evolución de la posición financiera del sistema, como también de su rentabilidad operativa. Siguiendo la presentación hecha al inicio de esta sección, podríamos decir que el primer grupo busca capturar la evolución del problema *stock* del sistema

²⁵ Como valor agregado adicional de nuestro ejercicio comparativo, debido a una cuestión cronológica (el *working paper* fue publicado en 1997 con datos de 1995), el panel no capturó las enseñanzas de ninguna de las seis experiencias aquí analizadas, por lo que éstas podrían funcionar como contrastación *ex post* de las teorías elaboradas *ex ante* en el trabajo del FMI.

financiero, mientras el segundo analiza la evolución del problema *flujo*.²⁶ Adicionalmente, se construyeron otros tres grupos de indicadores para capturar la evolución de la capacidad de intermediación financiera del sistema bancario, dada por su escala, su eficiencia y su riesgo.²⁷ Una vez reunida esta información para cada uno de los países del panel, en función de las mejoras obtenidas en estos indicadores a lo largo del tiempo, los 24 países fueron clasificados en tres grupos: reformas de progreso substancial, moderado y lento.

Empleando esta metodología los autores elaboraron recomendaciones de política para reestructuraciones bancarias analizando qué conjunto de políticas implementaron los países que mostraron mejor desempeño en esta muestra. A continuación enunciamos las políticas que se repiten con más frecuencia en el grupo de países a los que en términos relativos les fue mejor.²⁸

1. Comenzaron las reformas lo más rápido posible una vez desatada la crisis (“prompt action”). Los países que en la muestra mostraron substanciales progresos demoraron en promedio alrededor de 10 meses, luego del inicio de la crisis, en tomar medidas de reestructuración bancaria; mientras que los países que exhibieron progresos moderados demoraron alrededor de 20 meses y los de progreso lento demoraron alrededor de 45 meses.

2. Minimizaron el uso de la liquidez del banco central y no utilizaron liquidez de mediano plazo.

3. Condujeron extendidos procesos de fusiones, adquisiciones o cierres de bancos insolventes.

4. Establecieron políticas de salida de entidades quebradas más estrictas.

Estas cuatro recomendaciones de política constituyen el *core* de esta visión de las reestructuraciones bancarias para resolver el *problema stock*, y están

²⁶ El primer grupo de indicadores *stock* está compuesto por los siguientes cocientes: 1) cartera en mora sobre préstamos totales, 2) provisiones sobre préstamos totales y 3) patrimonio neto sobre activo. El grupo de indicadores *flujo* esta compuesto por las razones: 1) gastos operativos sobre activos, 2) ganancias por intereses sobre activos y 3) rentabilidad sobre activos.

²⁷ Indicadores de escala: 1) crédito al sector privado sobre PIB y 2) agregados monetarios sobre PIB.

Indicadores de eficiencia: 1) medidas de *spreads* bancarios; 2) asistencia del banco central sobre PIB.

Indicadores de riesgo: 1) medidas de variación de la tasa de interés; 2) medidas de recurrencia de las crisis.

²⁸ Resaltaremos en negrita las principales conclusiones del trabajo del FMI para distinguirlas de los comentarios posteriores, que se intercalarán entre ellas.

fundadas en criterios de eficiencia microeconómica de la banca como señal disciplinadora del mercado financiero. Desde esta perspectiva, el hecho de que accionistas, *managers* y acreedores (incluyendo a depositantes) asuman pérdidas es entendido como una señal (riesgo-retorno) positiva para la futura toma de decisiones, generando incluso incentivos favorables hacia aquellos agentes que decidan recapitalizar bancos en problemas. Se asume que asistir transitoriamente con liquidez a bancos presumiblemente insolventes o protegerlos con seguros de depósitos o garantías gubernamentales sólo conduciría a exacerbar vulnerabilidades y fomentar el riesgo moral (una fervorosa defensa de esta visión puede encontrarse en Kaufman, 2000). Adicionalmente, estos cuatro principios microeconómicamente fundados son también consistentes con las recomendaciones de política macroeconómica más ortodoxas, tales como la austeridad fiscal y la prudencia monetaria derivadas de evitar políticas de asistencia o rescate de bancos.

Otros autores, si bien concuerdan con los beneficios inherentes a políticas de este tipo, también ponen el énfasis en sus costos. Por ejemplo, Claessens (1998) plantea el problema como un *trade-off* entre costos y beneficios de dos clases antagónicas de políticas. Por un lado, se observa que cerrar entidades insolventes y fomentar fusiones y adquisiciones que se hagan cargo de los acreedores bancarios, si bien constituye una fuerte señal de disciplina e incentivos microeconómicos para la banca -a la vez que genera un menor costo fiscal-, puede también acarrear altos costos, tanto en términos de desconfianza en todo el sistema financiero (o buena parte de él), como en la menor velocidad de la política para estabilizar la crisis.²⁹ En el otro extremo, el rescate generalizado de entidades en problemas es una respuesta de política más rápida tendiente a mantener o regenerar la confianza y así estabilizar la crisis, pero entraña problemas de riesgo moral, desincentivos en los mercados financieros y mayores costos fiscales.

Existe sin embargo una tercera alternativa, sostenida entre otros por Fisher (2001), por la cual es en realidad el *timing* de las políticas lo que evitaría el *trade-off* entre estos dos enfoques antagónicos. Según esta visión, una fase inicial de estabilización constaría de políticas laxas e intervencionistas, incluyendo una generosa asistencia de liquidez y una garantía gubernamental de amplio espectro (*blanket guarantee*) sobre depósitos y créditos para detener la corrida, recuperar la confianza y ganar tiempo.³⁰ Paralelamente estas medidas podrían ser acompañadas por otras que moderen algunos de sus efectos, como una política monetaria de esterilización de la liquidez o imposiciones sobre el desempeño de los bancos para atenuar el riesgo moral (por ejemplo, tasas de interés máximas). Una vez estabilizado el sistema,

²⁹ Es decir, la *prompt action* hace referencia a empezar rápido el saneamiento del sistema una vez desatada la crisis, aunque eso no necesariamente implique que el proceso termine rápidamente.

³⁰ Incluso nacionalizar bancos insolventes en forma transitoria durante esta fase podría ser conveniente.

comenzaría sí la *fase de reestructuración*, basada en criterios de eficiencia, recapitalizando bancos solventes, fomentando la fusión/adquisición/liquidación de aquellos insolventes, reestructurando carteras de crédito, etc., y, además, retirando ahora la *blanket guarantee* y reprivatizando los activos que el estado hubiera nacionalizado en la fase anterior, en pos de evitar futuros problemas de riesgo moral. En este caso, la *prompt action* consistiría en la temprana detección de la crisis, su diagnóstico, el diseño de la estrategia de reestructuración y el anuncio de buena parte del plan futuro para generar expectativas e incentivos favorables. Es reconocido que, debido a factores político-institucionales, el mejor momento para tomar las decisiones más severas es el inicial.

Tal vez un buen caso ilustrativo -y presumiblemente inspirador- de este debate sea el de la reestructuración bancaria de Indonesia. Luego de desatada la crisis a partir de la devaluación tailandesa de julio de 1997, el gobierno firma, en noviembre de dicho año, una carta de intención con el FMI en la que acuerda realizar una *prompt action* inspirada en las primeras cuatro conclusiones del *working paper* aquí sintetizado.³¹ El resultado fue catastrófico: se generalizó la desconfianza del público en el sistema financiero y se transformó en sistémica una corrida contra los depósitos que había comenzado como un "vuelo hacia a la calidad" a favor de bancos estatales y extranjeros. Esto agravó la depresión y la caída del crédito en un escenario de interrupción financiera.

Olvidando rápidamente las conclusiones del panel de 24 crisis ocurridas a lo largo de los últimos 15 años, a fines de enero de 1998 el FMI recomienda lo que hoy podría designarse como un "Plan Fisher". Inmediatamente el gobierno otorgó una *blanket guarantee* que cubrió las obligaciones de todos los bancos del sistema y logró detener el pánico, financiando esa asistencia a través de la *Indonesian Banks Restructuring Agency* (IBRA). Esta agencia, independiente del gobierno y del banco central -al menos formalmente- comenzó de manera lenta, una vez estabilizada la corrida (es decir, con otro *timing*), un proceso de saneamiento de la banca.

5. Los países a los que les fue mejor, crearon una agencia especial manejar la reestructuración de las entidades, independiente del banco central.

En efecto, en al menos cuatro de las cinco experiencias internacionales analizadas en este capítulo, una agencia independiente del banco central parece haber jugado un papel importante en el proceso de reestructuración. Además del caso de IBRA en Indonesia, podríamos mencionar en Rusia la

³¹ Podría pensarse que Indonesia fue el "conejillo de indias" que podría a prueba las conclusiones de su flamante *working paper*, publicado pocos meses antes.

creación de ARCO (*Agency for the Reestructuring of Credit Organizations*), en Turquía la utilización de la preexistente *Saving Deposits Insurance Funds* (SDIF), o en México la acción conjunta de un "consejo tripartito" entre el Banco Central, una "Comisión Bancaria" y un "*Bureau de Competencia Federal*".

Estas agencias independientes parecen ser instituciones más idóneas que un banco central para administrar los procesos de reestructuración bancaria. El rol de estas agencias en las experiencias internacionales recién citadas consistió en:

- a) asistir a las entidades con liquidez de corto plazo (en algunos casos hasta de mediano plazo);
- b) absorber las carteras morosas;
- c) determinar criterios contables para auditar balances bancarios;
- d) segmentar la banca entre tres grupos de bancos:
 - i) solventes sin necesidad de recapitalización,
 - ii) solventes aunque con necesidad de recapitalización, e
 - iii) insolventes;
- e) en el caso del segundo grupo de bancos, la agencia otorgó asistencia financiera para la reestructuración de activos y pasivos y/o obligó a su recapitalización;
- f) en relación con el tercer grupo de bancos, la agencia lideró procesos de fusiones, adquisiciones o liquidaciones.

El fundamento de la creación de una agencia de este tipo radica en que la participación del banco central en el comando del proceso de reestructuración genera lo que la literatura denomina un *problema de agencia*, ya que la autoridad monetaria forma parte transitoriamente del control de la entidad y debe a su vez ser acreedora de ella. Además, el hecho de que el banco central controle entidades puede generar tensiones o quitarle grados de libertad al realizar la política monetaria.

Estos dos argumentos por sí solos justifican la creación de una nueva institución, diferente del banco central y del gobierno, para conducir el proceso de reestructuración bancaria. No obstante, si bien dan cuenta de un problema de índole institucional, son más bien abordados generalmente en la literatura como problemas de *governance* del banco central en relación con la banca desde una perspectiva de eficiencia microeconómica, o de eficacia de la política económica.

Sin embargo, podríamos agregar otros tres problemas institucionales de *governance* adicionales que justificarían la creación de esta agencia independiente; mientras los dos primeros de estos problemas a los que haremos referencia son extensamente tratados por la literatura de regulaciones bancarias -es decir, con cierto sesgo ortodoxo-, el tercero de los problemas que presentaremos, por el contrario, casi nunca es abordado.

El primer problema de *governance* está referido a la injerencia del poder político en las decisiones -no tan- independientes del banco central, la que se

vincula en algunos casos al deseo de los gobiernos de poseer mayor poder discrecional para ejecutar sus políticas, problema que está presente en las seis experiencias analizadas -y tal vez en la mayoría de los países del mundo. El segundo problema que llevó a propiciar la creación de una agencia independiente en los procesos de reestructuración hace referencia al conflicto de intereses creado por la estructura de propiedad entrelazada entre bancos, grandes corporaciones y poder político, problema característico de los casos de Corea e Indonesia analizados, y de las economías del sudeste asiático en general.

Finalmente, un tercer problema de *governance* institucional que propiciaría la creación de una agencia independiente del banco central está referido al conflicto de intereses planteado por la estrecha relación de poder económico muchas veces existente entre el FMI, el banco central de un país y el grupo más concentrado de la banca que éste debe supervisar, con frecuencia de propiedad extranjera. Obviamente, este tercer problema choca contra cualquier criterio de eficiencia a la hora de diseñar las políticas de reestructuración bancarias más apropiadas. Desde esta perspectiva, podríamos pensar entonces que el problema de riesgo moral en los mercados financieros debería ser abordado de un modo más amplio, englobando también la relación económica y política entre estos tres actores.

Estas cinco primeras recomendaciones propuestas por Dziobek y Pazarbasioglu (1997) analizadas hasta aquí podrían ser caracterizadas como aquel conjunto de políticas de reestructuración dirigidas esencialmente a solucionar el *problema stock* de la banca, introducido al comienzo de esta sección. Pasemos ahora a analizar un segundo grupo de recomendaciones de política propuestas por este *working paper* del FMI que, si bien también contribuyen a la solución del *problema stock*, pretenden principalmente dar sustentabilidad al proceso de reestructuración bancaria atacando el *problema flujo*.

6. Los países a los que les fue mejor, crearon unidades especiales para la reestructuración de carteras de crédito de los bancos y, además, coordinaron el *timing* de esta política con la reestructuración de los pasivos de las firmas.

La reestructuración de las carteras de crédito fue supervisada y financiada por la agencia especial reseñada en el punto anterior, o bien por el banco central y/o el gobierno, los que contaron a su vez con el soporte técnico y financiero de los organismos internacionales.

En las experiencias internacionales analizadas, el primer paso para la reestructuración de carteras fue realizar una auditoría, previa definición de sus criterios contables, para establecer el porcentaje de créditos en mora, variable altamente sensible a dichos criterios contables (que de hecho se vuelven

cambiantes y difusos a la salida de una crisis financiera sistémica). Por ejemplo, en Indonesia, la IBRA detectó que el 55% de la cartera bancaria estaba en mora en junio de 1998 -a un año de la devaluación tailandesa-, mientras que en México los créditos en mora existentes en 1994, que alcanzaban al 9% de la cartera con anterioridad al colapso de diciembre, crecieron hasta el 30% en 1997.

Podríamos clasificar a grandes rasgos los paquetes de reestructuración de carteras en dos grupos (ambos requirieron la reformulación del marco legal y regulatorio):

a) carteras con problemas que fueron directamente extraídas de los bancos para que éstos pudieran mejorar su solvencia y recuperar la confianza de los depositantes más rápidamente; y

b) paquetes de ayuda a deudores del sistema financiero.

Como ejemplo del primer grupo, podríamos resaltar nuevamente los casos de Indonesia, en donde la IBRA absorbió las carteras de los bancos estatales, y de México, en donde el "consejo tripartito", entre otras medidas, canjeó las carteras de crédito de la banca comercial privada por bonos en dólares a 10 años.

Como ejemplos del segundo grupo podrían citarse algunas medidas tomadas en Corea, tales como líneas de financiamiento de deudas, líneas especiales de préstamos a las pymes, fortalecimiento de las garantías de las pymes mediante avales que reducían su riesgo, o algunas reformas laborales. O, por ejemplo, podríamos citar el variado menú de políticas implementadas en México para asistir a los deudores bancarios, que incluyeron el establecimiento de una unidad de cuenta, el UDI, para recalcular el repago de deudas bancarias tomadas con anterioridad a diciembre de 1994.³²

Finalmente, podría agregarse que una de las "enseñanzas" que dejó la crisis asiática está constituida por la constatación de las ventajas que pueden derivarse de la coordinación del *timing* para solucionar conjuntamente el problema *stock* entre los pasivos tanto de los bancos como de sus deudores, a los que habría que agregar la deuda del gobierno en casos como los *defaults* ruso o argentino.

En el sudeste asiático este planteo fue casi obvio, debido a que la propiedad de los bancos y las grandes corporaciones era la misma. Sólo para dar una idea de la magnitud del problema, en el segmento más concentrado de la banca de Indonesia el 90% de la cartera de créditos estaba en mora -contra el 55% de mora promedio del sistema- siendo de hecho insolvente el corazón de la banca de Indonesia. Además, la inmensa mayoría de esos créditos había sido otorgada a miembros del mismo grupo económico.³³

³² Como ya se indicó, en el Anexo 2 de este capítulo se presenta a modo ilustrativo un pormenorizado detalle de los paquetes de medidas implementados en México.

³³ Para intentar cambiar en parte esa estructura de propiedad, en Corea se tomaron medidas regulatorias destinadas a fomentar la competencia entre empresas tanto nacionales como extranjeras.

Más allá de las particulares características históricas del desarrollo del sudeste asiático, esta enseñanza bien podría ser tomada en cuenta en casos con estructuras de propiedad diferentes. Por ejemplo, podría decirse que en México el plan de rescate fue eficaz en solucionar el problema stock de la banca, aunque debido a una inadecuada coordinación con el rescate de los deudores -y pese a la gran variedad de medidas de que fueron adoptadas en este sentido-, persiste aún hoy un severo problema flujo en los demandantes de crédito bancario, tal como se mostrará en la siguiente sección.

7. Los países a los que les fue mejor, fortalecieron tanto sus marcos regulatorios sobre el funcionamiento de las entidades como su supervisión.

8. Los países a los que les fue mejor, incluyeron en esas reformas regulatorias el fomento de la participación de la banca extranjera y la privatización total o parcial de la banca pública.

Estos paquetes de reformas persiguen como objetivo central mitigar las vulnerabilidades microeconómicas de la banca y los problemas de riesgo moral. Es decir, si para la visión ortodoxa estos problemas estaban en el centro del diagnóstico de las crisis financieras, las políticas propuestas en estos puntos (7) y (8) pretenden ser coherentes con ese diagnóstico.

En primer lugar, para cumplir esos objetivos eran necesarios instrumentos legales basados en marcos regulatorios y de supervisión más estrictos y transparentes (ver, por ejemplo, FMI, 1999 o Hausmann y Rojas Suárez, 1995). En efecto, tanto las experiencias asiáticas como las de Rusia y México fueron casos de economías que enfrentaron procesos de liberalización financiera interna y externa en las que sus sistemas financieros crecieron rápidamente estando débilmente regulados. En otros términos, sus marcos regulatorios no tenían una "madurez" acorde al crecimiento del negocio bancario.³⁴

Esta evidencia se ajusta a estas cuatro experiencias internacionales. Además, obviamente siempre es deseable para una economía poseer una banca "sana", con independencia de que la debilidad de la banca haya estado o no entre las "verdaderas causas" de la crisis. Es por ello que en muchos países los procesos de reestructuración bancaria vinieron acompañados de nuevos marcos regulatorios. Por ejemplo, ARCO impulsó una nueva ley de entidades financieras en Rusia en línea con las recomendaciones de política presentadas en los puntos (7) y (8).

³⁴ Las debilidades regulatorias son realmente difíciles de determinar en el caso turco, dejado de lado en este punto del análisis, debido al fuerte desorden que mostraban el resto de las variables. ¿Cómo se construye una regulación "estricta" en un régimen de alta inflación que ofrece rendimientos por depósitos "overnight"?

Claro está, este marco regulatorio, aunque por cierto deseable, sería insuficiente para prevenir una crisis financiera en la que sus "verdaderas causas" tuvieran otro origen. Más allá de los diez hechos estilizados que hemos presentado en la sección 1.3, que podrían ser interpretados como fuertes indicios de la existencia de otras causas diferentes a aquellas que se sustentan en debilidades micro-bancarias, al menos una de estas experiencias es un caso paradigmático que funciona como contraejemplo: el caso argentino.

Luego de liberalizar y desregular tanto los mercados financieros internos como la cuenta capital del balance de pagos durante la primera mitad de la década de los noventa, Argentina incorporó las mejores prácticas internacionales regulatorias del comité de Basilea luego de la crisis del Tequila, e incluso las reforzó (Basilea "+"). No obstante, la economía argentina sufrió la crisis más aguda de todas las experiencias reseñadas aquí, incluyendo la interrupción de su proceso de intermediación financiera.

Este aspecto regulatorio de la crisis argentina deja al menos dos enseñanzas, tal vez de una forma más evidente que ninguna otra. La primera es que en el marco regulatorio de Basilea "+" no queda prácticamente ningún margen para "acusar" a la banca argentina de exposición al riesgo moral o de grandes vulnerabilidades en un estricto sentido micro-bancario. La segunda enseñanza es que un buen marco regulatorio, lo que es siempre deseable y "sano" -más aún si se ajusta a las mejores prácticas internacionales-, evidentemente no alcanza para cubrir a la banca de otros riesgos que no dependen de ella como, por ejemplo, aquellos asociados a un plan de estabilización inconsistente.

Problemas de riesgo moral y vulnerabilidades micro-bancarias estuvieron claramente fuera del centro de las "verdaderas causas" de la crisis argentina, la que reivindica así el modelo "sin bancos" de Krugman al brindarle 3 años después una evidencia que lo valida parcialmente, a posteriori.³⁵

Por su parte, introducir desde el marco regulatorio el desembarco del capital extranjero tendría, entre sus principales objetivos:

- a) capitalizar la banca luego de la crisis;
- b) fomentar la competencia;
- c) impulsar un proceso de profundización financiera que permitiría mejorar la administración de riesgos;
- d) mejorar la eficiencia de la banca local a través de la incorporación de las mejores prácticas internacionales de la banca extranjera; y
- e) disminuir los *spreads* de tasas de interés y el costo del crédito.

³⁵ Esta validación está exclusivamente referida a la característica Basilea "+" de la banca argentina, útil a los fines de aislar esta variable de las causas de una crisis. Desde ya, la afirmación hecha en el texto no hace referencia a que la crisis argentina responda exclusivamente a un modelo de "tercera generación", tal como señaláramos en la sección 1.3.

La propuesta de privatización total o parcial de la banca pública estaba guiada también por criterios de eficiencia de mercado, a partir de debilidades claramente observables en las bancas públicas de la mayoría de las economías aquí analizadas (Indonesia, México, Rusia y Turquía), entre las que se destacan la poca transparencia en la asignación de créditos, un *management* de baja calidad y la falta de asistencia crediticia a firmas viables aunque racionadas por la banca comercial.

Las políticas de privatización bancaria están sustentadas básicamente en que la falta de criterios de eficiencia de la banca pública genera costos sociales mayores que las fallas de los mercados de crédito que pretendía corregir. De las experiencias aquí analizadas no surge con claridad que este razonamiento sea válido. El hecho -observado en estas seis experiencias- de que la banca pública presenta debilidades no lleva a inferir que su privatización constituya necesariamente una mejor opción, fundamentalmente porque ello implicaría una renuncia "*once and for all*" a utilizar un instrumento de política económica esencial a la hora de mitigar los problemas de información asimétrica en los mercados de crédito (ver, por ejemplo, Stiglitz, 1999).

Por el contrario, la experiencia internacional indica que en mercados emergentes, débilmente desarrollados y con serios problemas de información asimétrica y segmentación, estos problemas, lejos de resolverse con las privatizaciones, tenderían a agravarse ante la ausencia de banca pública (Bapro, 2003).

De hecho, políticas de privatización bancaria enmarcadas en los nuevos esquemas regulatorios condujeron, a la salida de las crisis sistémicas aquí analizadas, a procesos de concentración y extranjerización de los mercados de crédito, destacándose los casos de México y Rusia, a los que habría que agregarle el caso argentino, cuya banca presentaba ya a la salida del Tequila altísimos niveles de concentración y extranjerización en comparación con estándares internacionales.³⁶

Estas tres experiencias no parecen dar sustento a las propuestas plasmadas en los puntos (7) y (8), usualmente impulsadas por el FMI, al no confirmar las supuestas bondades que el proceso de competencia -devenido en concentración- extranjerización y privatización traería aparejados.

En primer lugar, no queda claro que la banca extranjera utilice sus mejores prácticas internacionales en los países en los que ingresa, tanto en lo relativo al derrame de su *know how* tecnológico como a la transparencia institucional de sus actos. Por el contrario, algunos autores [como Fanelli (2002)] sostienen, al tratar del caso argentino, que las prácticas de la banca extranjera durante los años noventa tendieron a adaptarse a los estándares de los

³⁶ Y luego de la crisis de 2001 este proceso de extranjerización se acentuó más aún. Según Fanelli (2002), la banca extranjera posee actualmente el 80% del patrimonio neto del sistema.

mercados locales.³⁷ Al menos la experiencia mexicana analizada aquí pareciera corroborar esta hipótesis.

En segundo lugar, las prácticas extremadamente conservadoras de la banca concentrada y extranjerizada en los países emergentes hace que este grupo de agentes se muestre renuente a dinamizar el resurgimiento del crédito al sector privado a la salida de situaciones críticas (Bapro, 2003), tal como parecen mostrar los casos de México, Rusia y Argentina.

En tercer lugar, en estas experiencias no parece haber correlación entre los procesos de concentración-extranjerización de la banca y una disminución de spreads y costo del crédito.

Finalmente, existen ocasiones en que el mayor respaldo patrimonial de la banca extranjera puede no operar en situaciones de crisis, tal como lo mostró la crisis argentina.

En síntesis, estos paquetes de políticas basados en privatizaciones, desembarco de la banca extranjera y adecuación de los marcos regulatorios a los mejores estándares internacionales no parecen lograr el objetivo de mejorar el desempeño microeconómico bancario.

Hasta aquí, el análisis de algunas experiencias internacionales nos planteaba un primer problema: el de identificar los orígenes de las crisis para pensar cuáles serían los programas de reestructuración bancaria más adecuados. Se han señalado diez hechos estilizados, presentes en las experiencias internacionales analizadas, que son consistentes con la hipótesis de que la raíz de estas seis crisis financieras no fue micro-bancaria. Ahora nos encontramos con un segundo problema: aparentemente, los paquetes de reforma propuestos, basados en la creencia en que la "verdadera causa" de la crisis sí fue micro-bancaria, tampoco lograrían al implementarse alcanzar los objetivos propuestos, es decir, sanear la banca en el sentido de mejorar su eficiencia microeconómica.

Dado que en este capítulo examinamos algunos estudios de casos de crisis, sería imprudente pretender confirmar o refutar teorías a partir de estas observaciones. No obstante, sí es posible señalar que estas teorías no se ajustan a algunos hechos aquí observados. En consecuencia, intentaremos responder los dos problemas planteados en el párrafo anterior a partir de la construcción de algunas hipótesis, aunque estas tengan un valor sólo conjetural.

¿Por qué la implementación de esta suerte de "receta universal" de reestructuraciones bancarias no lograría mejorar el desempeño microeconómico de la banca?

Hipótesis 1: porque las debilidades de la banca a la salida de una crisis financiera guardan relación con los orígenes de dicha crisis. Hipótesis 2: dado

³⁷ Incluir en este análisis al resto de las experiencias de la muestra sería prematuro, debido a que la consolidación de estos procesos requiere tiempo para madurar, y las otras experiencias de crisis han ocurrido hace pocos años.

que, independientemente de las propias debilidades de la banca, los orígenes de las seis experiencias analizadas son extra-bancarios, entonces la banca muestra en la crisis poseer una *vulnerabilidad* originada en la dinámica macroeconómica y en el financiamiento de las firmas. Hipótesis 3: en consecuencia, los paquetes de reformas a la salida de una crisis financiera deberían ser sistémicos y estar orientados a atacar las "verdaderas causas" que originaron esas vulnerabilidades.

En este sentido, las hojas de balance de los propios bancos a la salida de una crisis, a modo de "autopsia", pueden aportar algo más de luz acerca de qué clases de vulnerabilidades sufrió la banca en los casos analizados y, por ende, orientarnos en la búsqueda de los paquetes de reestructuración más apropiados.

El balance patrimonial de la banca rusa posterior a la crisis podría resumirse en unas pocas características. En primer lugar, no sólo mostraba altas proporciones de sus activos y pasivos dolarizados, sino un fuerte descalce de monedas, ya que el stock total de sus obligaciones en dólares *duplicaba* a su stock de activos dolarizados.³⁸ En segundo lugar, la banca estaba altamente expuesta por el lado de sus activos a los bonos GKO y FOZ del gobierno, que si bien ofrecían altísimas tasas de rendimiento previamente al colapso, luego cayeron en *default*. En tercer lugar, en los frenéticos meses previos al colapso cambiario, la banca rusa firmó (posición *short*) contratos *forward* con sus tomadores de deuda dolarizada, que buscaban así cubrirse de la eventual -e inminente- devaluación, hecho que generaría a posteriori desastrosas pérdidas en los balances bancarios. Finalmente, como en toda crisis de este tipo, las proporciones de créditos en mora fueron a posteriori muy elevadas. La consecuencia de la crisis no podía ser otra que una brusca descapitalización de la banca, luego de la cuál no sólo el sistema financiero en su conjunto exhibía un patrimonio neto negativo, sino que esta característica la poseían además 15 de los 18 principales bancos del sistema.

La autopsia de la banca turca luego de la crisis de 2000-2001 tiene características muy similares a las de la banca rusa, y dos diferencias básicas: el régimen de alta inflación de la economía turca dejó a la banca aún mucho más vulnerable previamente a la crisis, sólo que en este caso un amplio y generoso paquete de asistencia financiera del FMI evitó el *default* de la deuda pública y las críticas consecuencias que éste hubiera tenido sobre los activos bancarios. Elevada exposición en bonos del gobierno, altos niveles de dolarización de activos y pasivos, bancos altamente apalancados, posiciones *short* en contratos *forward* en dólares, y altos niveles de mora en la cartera de créditos se encontraron entre las características salientes de la "autopsia". Además, debido al régimen de alta inflación, la banca sólo podía fondearse

³⁸ Además los dos principales componentes de sus activos dolarizados eran su cartera comercial (clientes cuyos ingresos estaban nominados en rublos) y bonos del gobierno en dólares, luego en default.

con financiamiento de muy corto plazo a altas tasas de interés, aumentando enormemente el riesgo por descalce de plazos. Dicho de otro modo, la banca turca formaba parte de una "gran timba" (Ozatay, 2002).

La banca mexicana no enfrentó un escenario macroeconómico tan caótico -al menos en su apariencia previa- como en los dos casos anteriores: el gobierno no se fondeaba con grandes colocaciones de bonos en la banca, la inflación estaba controlada gracias al plan de estabilización con anclaje cambiario, y la creencia del mercado en dicho plan, respaldado además por los organismos internacionales, no obligaba a la banca a firmar posiciones short en dólares en forma masiva. No obstante, altos niveles de apalancamiento, de dolarización de activos y pasivos y de descalce en dólares fueron más que suficientes para desatar la crisis bancaria cuando se quebró abruptamente la paridad cambiaria. La crisis tuvo drásticos efectos sobre los deudores bancarios dolarizados y, por ende, dejó a la banca con grandes proporciones de su cartera dolarizada en mora y teniendo que afrontar sus revaluados pasivos. Una de las características distintivas de la crisis mexicana fue la gran segmentación del mercado de crédito que sobrevino a la crisis entre sectores exportadores, que lograban financiar su actividad en los mercados internacionales sin recurrir a la banca (financiamiento comercial o en los mercados de capitales), y las firmas que producían para el mercado interno, que sólo conseguían líneas de financiamiento aprovechando el derrame de firmas exportadoras vinculadas comercialmente. La creencia del FMI en que la "verdadera causa" de la crisis estuvo en el inadecuado gerenciamiento de una banca inexperta -que, por cierto, lo era-, llevó a que el centro de la reestructuración bancaria descansara en la concentración y extranjerización de las entidades y a nuevos y estrictos mecanismos regulatorios y de supervisión, que agudizaron los efectos devastadores de la crisis sobre los deudores bancarios. A modo de ejemplo podríamos destacar que para sanear los activos comerciales de los bancos, el "consejo tripartito" rescató carteras bancarias en mora por bonos del gobierno *en dólares* a diez años, o algunas líneas de asistencia relativamente "duras" del FMI. Este enfoque de reestructuración bancaria tuvo una consecuencia dramática sobre el negocio bancario mexicano: desde 1994 hasta hoy (2002), la relación entre el crédito al sector privado y el PIB *nunca* dejó de caer.

En las dos experiencias de bancas del sudeste asiático más extensamente comentadas y debatidas en la sección 1.3, ni la exposición en bonos del gobierno, ni los riesgos propios de la alta inflación, ni planes de estabilización basados en la utilización del tipo de cambio como ancla nominal eran causales de vulnerabilidad bancaria. No obstante, como ya dijimos, sus características distintivas eran el alto apalancamiento de bancos y firmas, la gran proporción dolarizada de ese apalancamiento y, como característica distintiva de las otras cuatro experiencias analizadas aquí, el alto riesgo inherente a la elevada

concentración de las carteras de crédito bancarias en grandes grupos económicos que compartían la propiedad de sus bancos acreedores.

¿Pudo el clima de "casino" de Turquía originarse en las prácticas imprudentes de un cuerpo de *managers*? ¿Alcanza con la "inmadurez" del sistema financiero ruso para explicar las posiciones *forward* tomadas por la banca con anterioridad al colapso, o para dar cuenta del riesgo de las colocaciones en bonos de un gobierno que caminaba hacia el *default*? ¿Fue el *moral hazard* propio de bancos-corporaciones asiáticos, que construyeron un "milagro" durante décadas, la causa explicativa del elevado apalancamiento en dólares de firmas y bancos? ¿Debieron los *managers* de los bancos mexicanos advertir que el anclaje cambiario, fomentado por el gobierno, el FMI, los acreedores internacionales y la propia estabilidad macroeconómica alcanzada, estaba en realidad alimentando un riesgo excesivo contra el que se debían cubrir?

Algunas de las evidencias reseñadas aquí nos llevan a inferir que "bad banking" o *moral hazard* no son argumentos suficientes para dar cuenta de la clase de vulnerabilidades bancarias que llevaron a estas crisis financieras en los años noventa.

9. Los países a los que les fue mejor, compartieron más equitativamente las pérdidas sociales derivadas de los procesos de reestructuración bancaria entre gobierno, bancos y clientes. El costo fiscal derivado de proceso de reestructuración fue menor cuanto más se involucró el sector privado en la resolución de la crisis, cuanto menor fue el tamaño del problema y cuanto más rápido comenzó la reestructuración.

Administrar equitativamente las pérdidas es tal vez el mayor desafío *stock* que deja una crisis para un gobierno. No obstante, el postulado 9 que acaba de plantearse puede volverse difuso a la salida de una crisis, y merece algunos comentarios.

En primer lugar, si la magnitud -y complejidad- de una crisis es muy grande, tal vez no le deje muchos grados de libertad a un gobierno para diseñar políticas, como por ejemplo la reestructuración de la banca, sobre la base de criterios de equidad.

En segundo lugar, una herramienta decisiva para poder financiar equitativamente la salida de las crisis aquí analizadas ha sido el respaldo financiero de los organismos internacionales; sin embargo, la asistencia de los organismos parece no siempre obedecer a criterios de equidad en el reparto de pérdidas: ¿era Turquía en 2001 más solvente que Rusia en 1998?

En tercer término, es sumamente controvertible el hecho de que un costo fiscal bajo a expensas de un gran "involucramiento del sector privado" sea más equitativo a la hora de repartir pérdidas. Uno de los criterios de equidad a tener en cuenta debiera estar orientado a tratar de minimizar las pérdidas de

los grupos de agentes que padecieron la crisis sin haber participado en su generación, a expensas de una mayor carga de pérdidas para aquellos grupos que tuvieron un papel protagónico en las "verdaderas causas" de la crisis.³⁹ Por ejemplo, si en torno de una crisis financiera se alcanzara cierto consenso acerca de que su origen es de corte netamente macroeconómico -por ejemplo, vinculado a una determinada política fallida-, y si además este origen estuviera íntimamente vinculado con ciertas características de la integración financiera a escala global -por ejemplo, la dinámica propia de los movimientos internacionales de capitales-, un criterio equitativo a la hora de compartir pérdidas podría quizás sustentarse en un *menor* involucramiento del sector privado residente -que no obstante siempre sale debilitado de estas crisis-, y un mayor costo fiscal, financiado por los organismos internacionales, que a su vez bien podrían asumir una parte de dichas pérdidas.⁴⁰

Cuadro 12. Costos fiscales de las reestructuraciones bancarias

País	Costo fiscal (% del PIB)	Año
Corea	20 %	1997
Indonesia	53 %	1997
México	15 %	1994
Rusia	7 %	1998/99
Turquía	n.a.	n.a.

Fuente: CEPAL, sobre la base de datos de Claessens et al (2001) y Del Villar (1997/8).

Finalmente, todo criterio de equidad debiera tener especial consideración en el hecho de que uno de los hechos estilizados de estas crisis es que el abrupto cambio de precios relativos implica una sensible -a veces dramática- disminución de los salarios reales, es decir, de los ingresos de un grupo de agentes del sector privado. En consecuencia, siguiendo criterios de equidad a la hora de repartir pérdidas, un paquete de reestructuración financiera sistémica debiera incluir, entre las medidas de asistencia al sector privado, políticas que impulsen la recuperación del poder de compra de los salarios. Un buen ejemplo de ello podrían constituirlo las políticas de "protección social"

³⁹ Nótese que este criterio es también consistente con el enfoque más ortodoxo de disciplina del mercado. Además, este criterio de equidad en el reparto de pérdidas depende de la previa determinación de estas "verdaderas causas", sobre las que, como vimos a lo largo de este capítulo, no hay consenso.

⁴⁰ No obstante, los cambios distributivos que la crisis normalmente genera al interior del sector privado residente son muy importantes. En el primer capítulo de este trabajo se ha mostrado, por ejemplo, que el crecimiento de los activos externos del sector privado residente a lo largo de los años noventa superó al de su endeudamiento en el exterior. Para una parte de este sector los efectos patrimoniales de la depreciación cambiaria a la salida de la convertibilidad fueron en realidad positivos.

implementadas a la salida de la crisis coreana, que incluyeron entre otras medidas el fortalecimiento de los sistemas de salud y de pensiones.

El cuadro anterior muestra los costos fiscales de reestructuraciones bancarias a la salida de las crisis aquí analizadas, medidos como porcentaje del PIB. Una primera observación que debería ser tomada en cuenta al analizar estos datos es que este cuadro no nos cuenta la historia completa, ya que los criterios para cuantificar dichos costos fiscales no son unánimes y, por ende, tampoco suelen ser homogéneos entre diferentes países, por lo que merecen ser tomados con cautela. En consecuencia, las enseñanzas que de esta información pretendemos extraer en los párrafos que siguen son inferencias de carácter conjetural.

La primera de ellas es que las reestructuraciones bancarias a la salida de estas crisis financieras sistémicas acarrearán costos fiscales elevados, en algunos casos de enorme magnitud.

En segundo lugar, los datos de Corea e Indonesia podrían indicar, de modo quizás algo obvio, que en crisis de orígenes similares el costo fiscal de la reestructuración guarda relación con la magnitud del problema.

Y finalmente, este cuadro daría alguna evidencia respecto de la validez de la segunda parte de la recomendación 9 presentada arriba, también bastante obvia: "ceteris paribus", a mayor involucramiento del sector privado en la solución del problema (Rusia y México), el costo fiscal es menor (que en Corea e Indonesia, donde el involucramiento fue menor). No obstante, una de las contrapartidas de los mayores costos fiscales de las experiencias asiáticas ha sido la búsqueda de mayor equidad a la hora de repartir pérdidas (por lo que, en consecuencia, sería contradictoria la primera parte de la novena recomendación expuesta arriba).

El caso argentino

¿Qué enseñanzas podemos extraer de los debates y las experiencias internacionales sobre reestructuraciones bancarias presentados en esta sección para el caso argentino?

Para intentar responder esta pregunta comenzaremos por repasar la "autopsia" del sistema financiero argentino. De este modo, intentaremos caracterizar sucintamente sus vulnerabilidades para, a partir de ellas, evaluar las nueve recomendaciones de políticas de reestructuración bancaria planteadas en esta sección.

Las hojas de balance del sistema financiero argentino nos muestran sus principales vulnerabilidades, caracterizadas a grandes rasgos por:

✓ los más altos niveles de dolarización de activos y pasivos, por lejos, de todas las experiencias internacionales aquí analizadas;⁴¹

⁴¹ Tal como se muestra en la sección siguiente.

Cuadro 13. Depósitos y Crédito en Moneda Extranjera
(en porcentaje del total)

	Depósitos	Crédito
Indonesia 1996	19%	20%
México 1994	26%	32%
Rusia 1997	26%	26%
Turquía 1998	47%	48%
Argentina 2000	62%	69%

Fuente: CEPAL (2003) y Banco de México.

- ✓ una gran proporción de las obligaciones financieras totales de la banca estaba dolarizada (los depósitos fueron pesificados luego según la regla de conversión explicada en el capítulo 2 de este trabajo);
- ✓ una enorme exposición en títulos públicos, conformada tanto por aquellas tenencias anteriores al colapso, transformadas en “préstamos garantizados”, como por los nuevos bonos originados en los paquetes de reestructuración posteriores, basados en la pesificación asimétrica de activos y pasivos (procesos también explicados en el capítulo 2);⁴²
- ✓ deudores bancarios apalancados en dólares, tanto debido a los créditos bancarios (luego pesificados), como por financiaciones no bancarias, mantenidas en dólares y en la mayoría de los casos reestructuradas.
- ✓ altos niveles de mora en las carteras comerciales de los bancos, originadas tanto en la crisis como en la depresión deflacionaria previa a ella.
- ✓ descapitalización del sistema financiero, que exhibe a la salida de la crisis un patrimonio neto consolidado negativo, 2 años de resultados negativos en los balances bancarios y virtual ausencia del crédito al sector privado, que deja actualmente a la banca con un tamaño sobredimensionado.

Este enorme problema *stock* del sistema financiero post-crisis parece mostrar con bastante elocuencia que sus vulnerabilidades previas a la crisis tenían un origen macroeconómico, que afectó severamente la vulnerabilidad financiera de las firmas. La banca actuó como mecanismo de propagación, pese a que estaba altamente extranjerizada y concentrada y cumplía con los estrictos estándares regulatorios de Basilea "+". Este origen macroeconómico de la crisis estuvo a su vez asociado a una política fallida, un plan de estabilización

⁴² La asimetría de la pesificación deviene de la utilización de distintos tipos de cambio para la conversión a pesos de activos y pasivos en dólares del sistema bancario, lo que tuvo un efecto patrimonial negativo para las entidades (puesto que el tipo de cambio utilizado fue menor para los activos). Estos problemas y medidas se explican en detalle en el capítulo 2 del trabajo.

inconsistente en el tiempo -tiempo 3 veces mayor al caso mexicano- e inserto en un contexto de liberalización e integración financiera con los mercados internacionales, típico de los años noventa. En este contexto, es evidente que la dolarización de la banca y las firmas, el *default* de la deuda pública y una recesión deflacionaria entre T-3 y T, no pueden ser explicados a través de argumentos como "*bad banking*" o *moral hazard*.

En consecuencia, no está presente en el caso argentino ninguno de los fundamentos que llevarían a una reestructuración bancaria que se oriente a mejorar el marco regulatorio (ítem 7) o a privatizar, extranjerizar (más aún) y/o concentrar el sistema (ítem 8), propuestas que, por otro lado, no han demostrado su eficacia microeconómica en el pasado.

Razonando en términos del planteo de Fisher (2001), podría pensarse que el *timing* de la reestructuración (ítems 1 a 4) comenzó con una primera *fase de estabilización* compuesta de dos etapas. En la primera, dado que la magnitud y severidad de la crisis impidió implementar una *blanket guarantee* para evitar el "pánico" bancario, fue necesario congelar forzosamente los depósitos e implementar un control de cambios. Luego, una vez congelados los depósitos, la generalizada crisis de confianza habría impulsado al gobierno a resolver el *trade off* planteado por Claessens (1998), ya que cualquier *prompt action* orientada a disciplinar al mercado cerrando bancos insolventes -casi todos-, hubiera desembocado probablemente en un escenario similar al de Indonesia.

En consecuencia, una segunda etapa de la *fase de estabilización* habría estado compuesta por un paquete de medidas de rescate de depositantes, bancos y deudores bancarios: la reprogramación de los depósitos, ofertas de canje de los depósitos reprogramados por bonos del gobierno, la pesificación asimétrica de depósitos y créditos, la consecuente compensación a los bancos mediante nuevos bonos del gobierno y la garantía del gobierno sobre los viejos bonos en *default* a través de "préstamos garantizados" -por el gobierno. Lo que en términos de Fisher cabría designar como *fase de reestructuración*, aún no ha ocurrido en Argentina, al tiempo de escribirse este texto.

A su vez, el reparto social de pérdidas (ítem 9) derivado de estas medidas de reestructuración bancaria en la *fase de estabilización* podría sintetizarse del siguiente modo. Por un lado, se estima que los depositantes cuyos activos bancarios habían sido congelados rescataron entre 50% y 80% de su riqueza medida en dólares. Dada la falta de "involucramiento del FMI" en la financiación de esta fase, cabe pensar que la recuperación de su patrimonio fue mayor al que podría esperarse de una crisis de esta enorme magnitud y complejidad, e incluso fue mayor a la de los depositantes rusos, el otro caso de *default* de la muestra aquí considerada.

Por su parte, la pesificación asimétrica permitió auxiliar, *al mismo tiempo*, a la banca y las firmas deudoras bancarias, mitigando en buena medida los efectos del *crash* cambiario sobre sus balances.⁴³

En consecuencia, podría pensarse que esta crisis de origen macroeconómico ha financiado esta fase de estabilización, a grandes rasgos, del siguiente modo. El rescate de la banca y los deudores bancarios, fue financiado en parte por las pérdidas patrimoniales de los depositantes y en parte con emisión de nueva deuda pública. El pago de esta nueva deuda será financiado en forma *directa* por superávits fiscales futuros -que descansan en una brusca caída de los salarios públicos en términos reales del orden del 30%- y en forma *indirecta* por el *default* de la deuda pública emitida con anterioridad a la crisis.

Por su parte, las firmas financian su problema *stock* en parte mediante la reestructuración de sus pasivos externos, en parte vía pesificación asimétrica - en el caso de deudores bancarios- y en parte con un brusco aumento de sus márgenes de ganancia, debido al abaratamiento relativo de dos de sus principales costos, los salarios reales y el congelamiento de las tarifas de servicios públicos.

De este modo, ante la ausencia de asistencia financiera del FMI en esta *fase* del proceso de reestructuración bancaria, una parte del problema *stock* de bancos y firmas en esta *fase de estabilización* fue financiado por agentes residentes, debido al abaratamiento relativo de las tarifas y salarios no transables, y vía costo fiscal de la reestructuración; aunque también fue financiado por el resto del mundo, que asume parte de las pérdidas patrimoniales derivadas de la reestructuración, tanto del *default* de la deuda pública como de buena parte del *stock* de deuda dolarizada de las firmas.

Finalmente, dado que a dos años del colapso financiero no ha comenzado aún una *fase de reestructuración* -más aún, ni siquiera ha sido anunciada por el gobierno- tampoco ha sido creada una agencia independiente a tal fin que se encargue, entre otras tareas, de reestructurar carteras de crédito bancarias en problemas.

No obstante, como se señalara unos párrafos más arriba, buena parte de ese problema ha sido mitigado ya por la pesificación asimétrica, por la reestructuración de los pasivos dolarizados de las grandes corporaciones con el exterior, y por el brusco aumento de sus márgenes de ganancia.

Asimismo, cabe señalar que uno de los ítems de la agenda de los paquetes de reestructuración (el número 6 de esta sección), relativo a la coordinación de los problemas *stock* de la banca y las firmas (a los que habría que agregar la deuda pública del gobierno en el caso del *default* argentino), ha sido también

⁴³ No obstante, uno de los costos en términos de reparto equitativo de pérdidas de una medida de carácter horizontal de este tipo, está dada por situaciones de inequidad entre diferentes clases de deudores bancarios. Por ejemplo, un gran deudor del sistema financiero con ingresos dolarizados recibió igual tratamiento que otro deudor dedicado a una actividad no transable que genera ingresos en pesos.

ya en buena medida mitigado. Si bien el *timing* de esta coordinación no parece haber sido deliberadamente diseñado en el marco de una política global de reestructuración sistémica, esta coordinación ha existido *de facto*, y se basa a grandes rasgos en tres fenómenos: a) la inicial cesación de pagos de las firmas y del gobierno con el resto del mundo, quien asumirá finalmente parte de las pérdidas por las reestructuraciones de ambos tipos de obligaciones; b) la pesificación asimétrica financiada con costo fiscal, que soluciona buena parte del problema stock, tanto bancario como de las firmas, *al mismo tiempo*; y finalmente c) la brusca caída de los salarios reales, que contribuyen en buena medida a recomponer tanto las finanzas del gobierno como las de las firmas.

1.5. La intermediación financiera a salida de las crisis

En esta sección analizaremos la evolución de las principales variables que reflejan la recuperación del sistema financiero a la salida de una crisis: el crédito al sector privado, los depósitos totales, y el PIB, que si bien no es una variable financiera, funciona como un buen indicador del desempeño del sistema debido a su incidencia en el proceso de intermediación financiera.⁴⁴ La evolución de estas variables durante otras experiencias internacionales puede contribuir a comprender mejor el desarrollo actual de la crisis argentina, a casi dos años del colapso financiero, como así también establecer algunas conjeturas respecto a su evolución futura.

A. Producto bruto interno

Entre los esfuerzos por inferir rasgos estilizados del desempeño del PIB a la salida de las crisis, se destaca un panel de datos confeccionado por el FMI (1999), formado a partir de 158 episodios detectados de *currency crisis* y 54 episodios de crisis bancarias en el período 1975-1997. La muestra incluye tanto países en desarrollo como desarrollados. A su vez, 32 de estos episodios constituyen en realidad *twin crisis* (es decir, pertenecen a ambos grupos), 26 de las cuales ocurrieron en países en desarrollo.⁴⁵

Cabe recordar que la mera simultaneidad en la ocurrencia de dos eventos, o aún la evidencia de correlación entre ellos, no es suficiente para inferir causalidad. Esto es válido tanto para el extenso debate existente referido a cuál de las dos *twin* originó la otra (ver, por ejemplo, Kaminsky y Reinhart, 1996), como también para analizar la relación causal entre PIB y crisis bancarias "y/o" cambiarias (ver por ejemplo, Caprio, 1998 o Demirguc-Kunt y Detragiache, 1997).

⁴⁴ Adicionalmente, las elección de estas variables solamente, sin incluir otras que bien podrían complementarlas, obedece también a criterios de disponibilidad y homogeneidad de la información estadística en estudios analizados aquí, que se basan en muestras que involucran gran cantidad de países (i.e. 50) en período largos de tiempo (i.e. 25 años).

⁴⁵ Este panel trabaja con *tasas de crecimiento* del PIB como información primaria.

No obstante, el hecho de que la tasa de crecimiento observada en los años posteriores al estallido de la crisis disminuya respecto de la tasa tendencial podría ser un primer indicio de que la crisis en sí originó pérdidas en términos de PIB, más allá de que esta variable pueda encontrarse, además, entre sus causales explicativas.

Una primera conclusión que puede inferirse de los resultados del panel es que en este grupo de 26 *twin crisis* ocurridas en países en desarrollo el PIB demora, a partir del momento del estallido de la crisis, 2,6 años –en promedio- en recuperar su *tasa de crecimiento tendencial* (nótese que en 7 países de este grupo la tasa de crecimiento *no* disminuye por debajo de su tendencia luego de la crisis).⁴⁶ En segundo lugar, los países desarrollados demoran -en promedio- más del *doble* (5,8 años) que los países en desarrollo en recuperar su tasa de crecimiento tendencial en esta clase de crisis.

Para considerar las caídas del PIB *acumuladas* con posterioridad a la crisis, el panel ofrece información adicional, que nos aproxima un escalón más al caso argentino, al identificar el subgrupo de 19 *twin crisis* ocurridas en países en desarrollo en las que se verifica, además, que la tasa de crecimiento del PIB disminuye por debajo de su tendencia con posterioridad a la crisis (hecho que como ya dijimos no ocurre en otros 7 casos). Una segunda conclusión que podemos extraer de los resultados del panel es que, dentro de este subgrupo, el PIB *acumula* una caída de 18,8% en el período comprendido entre el estallido de la crisis y el momento en que el PIB recupera su tasa de crecimiento tendencial.⁴⁷

Estos resultados podrían arrojar dos clases de enseñanzas. Por un lado, el tiempo medio de recuperación de la tasa de crecimiento tendencial (2,6 años) y la pérdida acumulada en términos de PIB (18,8%) podrían ser tomados como estándares útiles a la hora de la comparación. En segundo lugar, a partir de la evidencia presentada, el FMI (1999) sugiere que el menor tiempo de recuperación y las mayores caídas acumuladas de PIB en los países en desarrollo (en términos relativos a los países desarrollados) podrían obedecer a que muchos países en desarrollo suelen mostrar tasas de crecimiento mayores y a la vez más volátiles que las de los países desarrollados. Es decir, esta hipótesis asume que en este tipo de *twin crisis* existe una correlación positiva entre magnitud de caída del PIB y velocidad de la recuperación después del shock ("*U-shaped, short-lived*"), fenómeno que estaría asociado a

⁴⁶ Debido a que el panel está construido a partir de estadísticas anuales de PIB, puede haber un error de apreciación del efecto de algunas *twin crisis* en países emergentes (7) derivado de que en algún caso la recuperación de la tasa de crecimiento puede haberse dado dentro del año del estallido de la crisis.

⁴⁷ Al analizar este dato, debe tenerse en cuenta que esta caída acumulada no fue estimada en forma habitual, es decir, comparando *niveles* de producto, sino que fue estimada como la suma de las diferencias entre la tasa de crecimiento del PIB en cada año y su tasa tendencial, durante el período comprendido entre el estallido de la crisis y el momento en que ambas tasas se igualan.

su vez al grado de volatilidad histórica de una economía, mayor en países en vías de desarrollo.⁴⁸

Sin embargo, estas mismas evidencias nos retrotraen al problema de causalidad planteado más arriba, pudiendo sustentar una explicación alternativa. El hecho de que la caída del PIB posterior al estallido de la crisis sea aguda y su recuperación sea rápida podría estar indicando que en realidad los colapsos financieros propios de las *twin crisis* no son los causantes de la caída del PIB, sino que ésta estaría más bien asociada a los desequilibrios macroeconómicos que llevaron a la crisis. En esta línea de análisis, el estallido de las *twin crisis* permitiría en realidad “corregir” los desequilibrios anteriores. En consecuencia, el PIB caería mucho durante los primeros tiempos posteriores al estallido, tanto debido a la dinámica anterior a la crisis como al desorden provocado por el colapso financiero, para luego recuperarse rápidamente una vez que se modificaron bruscamente algunas variables que habían generado los desequilibrios iniciales.

Este argumento es también sostenido por la evidencia recogida por Demirguc-Kunt, Detragiache y Gupta (2000), aunque en este caso su análisis se basa en información referida a 32 crisis *bancarias* ocurridas entre 1980 y 1995. Si bien 8 de ellas son episodios críticos que configuran también *twin crisis*, el trabajo no ofrece un tratamiento diferenciado para esta clase de crisis ni distingue grupos de países según grados de desarrollo, por lo que las conclusiones pierden algo de calidad a la hora de utilizarlas para pensar el caso argentino.

A diferencia de la metodología empleada por el FMI (1999), en este caso las series de tiempo del panel son agrupadas en tres períodos: los 3 años previos a la crisis, el año del colapso y los tres años posteriores. El análisis de la muestra sugiere que el PIB cae alrededor de 4% en el año del estallido de la crisis (T), se mantiene en ese nivel durante el período siguiente (T + 1) y retoma su *nivel* previo al estallido de la crisis a partir del año posterior (T + 2).⁴⁹

⁴⁸ Krueger y Tornell (1999) desarrollan una argumentación en este sentido para la crisis mexicana de 1994.

⁴⁹ Es decir, no existen diferencias estadísticamente significativas entre los niveles de producto verificados a partir de T+2 respecto a los niveles pre-crisis.

El cuadro que sigue nos permite contrastar estas hipótesis con las experiencias de crisis financieras de la segunda mitad de los noventa aquí analizadas.

El cuadro verifica la hipótesis de que estas crisis financieras suelen ser *U-shaped* y *Short-lived*, en el sentido de que después del colapso en T, cae el producto bruscamente en T+1 (tasa de variación negativa) y vuelve a crecer en T+2 (tasa de variación positiva).⁵⁰

⁵⁰ Dado que la muestra es anual y se pierde la dinámica mensual (o trimestral), en el caso ruso la caída del producto se da en T. En consecuencia, en este caso T es el año de la recesión y T+1 el de la recuperación, rezagado un año respecto del resto de la muestra, pero solo debido a cuestiones metodológicas de medición, y no a una dinámica de la crisis diferente. En Turquía no hay dato para T+2 porque este período corresponde a 2003.

Cuadro 14. PBI

PIB	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
Corea							
PIB (mon. Nac. const.)	346,448,101	377,349,787	402,821,191	423,006,799	394,710,414	437,709,412	476,269,293
Nivel	82	89	95	100	93	103	113
Tasa de var. anual	8.25%	8.92%	6.75%	5.01%	-6.69%	10.89%	8.81%
Indonesia							
PIB (mon. Nac. const.)	354,640,785	384,417,692	413,797,886	433,245,901	376,374,896	379,557,702	397,666,291
Nivel	82	82	89	100	87	88	92
Tasa de var. anual	7.54%	8.40%	7.64%	4.70%	-13.13%	0.85%	4.77%
México							
PIB (mon. Nac. const.)	1,189,017	1,232,162	1,256,196	1,311,661	1,230,771	1,294,197	1,381,839
Nivel	91	94	96	100	94	99	105
Tasa de var. anual	-	3.63%	1.95%	4.42%	-6.17%	5.15%	6.77%
Rusia							
PIB (mon. Nac. const.)	2,542,946	2,456,486	2,478,594	2,357,143	2,484,429	2,690,636	2,843,429
Nivel	108	104	105	100	105	114	121
Tasa de var. anual	-4.14%	-3.40%	0.90%	-4.90%	5.40%	8.30%	5.68%
Turquía							
PIB (mon. Nac. const.)	112,631,206	116,113,612	110,645,884	118,788,420	110,013,441	n.a.	-
Nivel	95	98	93	100	93	n.a.	-
Tasa de var. anual	n.a.	3.09%	-4.71%	7.36%	-7.39%	n.a.	-
Argentina							
PIB (mon. nac con)	288,123	278,369	276,173	263,997	235,236	n.a.	-
Nivel	109	105	105	100	89	n.a.	-
Tasa de var. anual	3.85%	-3.39%	-0.79%	-4.41%	-10.89%	n.a.	-

Fuente: Cepal (2003), IMF (2003), International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002).

No obstante, en las experiencias aquí analizadas se podría decir que ésta es solo una parte de la historia, que debería ser completada con al menos dos observaciones: a) en algunas crisis, la caída del producto es bastante anterior al año del colapso ("*short-lived*"?); b) si bien la *tasa de crecimiento* vuelve a ser positiva en T+2, hay comportamientos muy diferenciados respecto al tiempo que demora la recuperación del *nivel* de actividad pre-crisis.

En este sentido, podríamos distinguir dos grupos. Por un lado, las economías asiáticas que crecían sostenidamente desde T-3 a tasas del orden del 7 u 8% anual. En los otros cuatro países se estaban aplicando planes antiinflacionarios basados en el empleo del tipo de cambio como ancla nominal, en los que había recesiones previas al colapso (o de crecimiento bajo y decreciente en el caso de México en T-1). La recesión era especialmente intensa en Argentina y Rusia, ambos países que finalmente cayeron en *default*.⁵¹

Como se ve en el cuadro precedente, Corea, México y Rusia lograron recuperar los niveles pre-crisis en T+2 (en el caso ruso habría que considerar el período entre T-1 y T+1), y parecen recuperarse sostenidamente de la crisis, aunque no es el caso de Argentina ni de Indonesia (y se presume que tampoco será el de Turquía a fin de 2003).

Por lo tanto, nuestra pequeña muestra nos podría decir hasta aquí que si bien todas estas experiencias se caracterizan por recuperaciones rápidas de las tasas de crecimiento después de una crisis financiera sistémica (*U-shaped*), no parece tan claro que la crisis finalice rápidamente (*short-lived*), al menos en términos de producto, tanto debido a que algunas crisis tienen antecedentes recesivos de relativamente larga data, como debido a que algunas de ellas tardan más tiempo en recuperar sus *niveles* pre-crisis.

Siguiendo con las conclusiones que nos brindan los estudios de panel, tampoco podemos corroborar con esta muestra de seis países si "a mayor caída del producto, mayor recuperación", o si el "rebote" de una crisis es algo mecánico (o si "recuperación es distinto de crecimiento"). Por ejemplo, en Corea el PIB cayó menos que en Argentina, y se recuperó más rápido; Indonesia fue la economía que más cayó en T+1, y se recupera más lentamente que otras en T+2 y T+3. Podría conjeturarse que el gran desorden financiero bancario-corporativo, agudizado por una política inicial de reestructuración bancaria ortodoxa de diagnóstico fallido, demoraron la recuperación; es decir, un diagnóstico incorrecto acerca de las "verdaderas causas" de una crisis puede conducir a una política de reestructuración incorrecta, por lo que el rebote posterior a la crisis no es algo mecánico. Y podríamos caracterizar al caso turco en el mismo sentido, es decir, como el de

⁵¹ Lo que no es inconsistente con los trabajos de panel presentados anteriormente, ya que el panel estaba constituido por casos de *twin crisis*.

una economía en la que políticas fallidas sostienen grandes distorsiones macroeconómicas ("rescatada" por el FMI de un colapso aún mayor).

Es decir, estas seis experiencias no nos permiten aceptar la hipótesis "U-shaped, Short-lived" como algo mecánico. En cambio, cabe plantear una hipótesis parcialmente diferente y presentar otra interpretación, a modo de conjetura. Con la excepción de Corea, la economía más desarrollada de la muestra (con U\$S 9.000 de PIB por habitante), los otros tres casos que logran sostener un buen ritmo de crecimiento en T+2 y T+3, México, Rusia y Argentina, (las predicciones para Argentina anticipan un crecimiento de al menos 5% para 2004) se caracterizaban previamente a la crisis por llevar adelante políticas inconsistentes -estabilización con anclaje cambiario-, que las mantenían en recesión o bajo crecimiento y en las que, luego, la devaluación vino a corregir la inconsistencia previa. Pese a que también devaluaron, Turquía e Indonesia llevaron adelante políticas incorrectas al salir de la crisis, por lo que no recuperaron un sendero de crecimiento sostenido.

Finalmente, cabe destacar que Rusia y Argentina, las dos economías de la muestra que cayeron en *default*, hayan recuperado su crecimiento rápidamente. Podría pensarse que, del mismo modo que la devaluación corrigió una política inconsistente previa, el *default* y la reestructuración de la deuda pública hicieron lo propio; en cambio Turquía, rescatada por razones geopolíticas por el FMI, tal vez perdió la oportunidad de caer en un "*default* reactivador".

B. Depósitos

Los episodios de corridas masivas de depósitos, incluyendo a los pánicos bancarios, fueron tradicionalmente considerados como una de las principales causas recurrentes de las crisis de *origen bancario*. Sin embargo, la literatura más reciente muestra evidencia en contra de esta hipótesis histórica, ubicando a estas corridas más bien entre las consecuencias que entre las causas de estas crisis, vinculadas en cambio al lado del activo de los balances bancarios.⁵² Las investigaciones de Demirguc-Kunt, Detragiache y Gupta (2000) -recién comentada-, Caprio (1998) o Eichengreen y Rose (1998), entre otros, analizando diversos casos de crisis bancarias, principalmente ocurridas en las últimas tres décadas, aportan distintas clases de evidencias en esta dirección. Uno de los rasgos más frecuentemente observados que soportan el argumento anterior, fundamentalmente en experiencias más recientes, es que los depositantes, aún en presencia de episodios extendidos de insolvencia bancaria, no abandonan el sistema financiero. Suelen esgrimirse dos clases de argumentos no mutuamente excluyentes para explicar este fenómeno. El

⁵² Desde ya, los shocks que impactan a través de los activos bancarios pueden obedecer tanto a causas vinculadas más estrechamente al *management* bancario (y/o a su supervisión por parte de la autoridad monetaria) como a shocks exógenos a lo estrictamente bancario, vinculados básicamente a factores macroeconómicos.

primero es que en la mayoría de las crisis bancarias suele permanecer un segmento de bancos percibidos como seguros, que inducen a los depositantes a cambiar su portafolio hacia ellos antes que retirarlos del sistema e invertirlos en otros activos líquidos, como efectivo, bonos del tesoro de EE.UU., etc. Una segunda clase de argumentos pone el énfasis en la existencia en una amplia red de seguridad ("*safety net*") que generaría problemas vinculados a moral hazard, red que puede incluir, por ejemplo, la existencia de un prestamista de última instancia (operando a través de diversas formas de asistencia/rescate), seguros de depósitos de carácter general, tanto explícitos como implícitos, o garantías de depósitos otorgadas en el pasado con posterioridad a la ocurrencia de crisis.

El cuadro presentado siguiente puede ser tomado como una muestra de la magnitud de la crisis argentina. Los depósitos totales -por lejos los más dolarizados de todas las experiencias aquí analizadas-, medidos en moneda constante, sufrieron la caída más drástica de todas en T+1, dando razón a la situación de pánico bancario existente en el momento de precipitación del colapso, que hizo estéril -e inviable- la implementación de una *blanket guarantee* y condujo al congelamiento de los depósitos.

Pasado el peor momento de la crisis a comienzos de T+1, los depósitos totales se recuperan notablemente -tal como muestra el gráfico de abajo- mostrando cierto restablecimiento de la confianza en el sistema financiero, que había sido totalmente perdida debido al congelamiento tan sólo unos meses antes. Pese al gran desorden macroeconómico y a la pérdida patrimonial de los depositantes, seguramente las dos etapas de la *fase de estabilización con congelamiento de depósitos*, que lograron reintegrar a los depositantes entre 50% y 80% de su riqueza en dólares -no es poco para una crisis de esta magnitud-, contribuyeron a regenerar en algo la confianza de los depositantes en el sistema financiero.

No obstante, como se explicara en el capítulo 2 de este trabajo, este proceso se vio acompañado por un "vuelo hacia la calidad" desde la banca extranjera hacia la banca pública, debido a que la primera rompió en el momento de la crisis un contrato social implícito durante una década convertibilidad, durante la cual la banca extranjera era en cierta forma percibida como el prestamista de última instancia que, llegado el momento "T", respaldaría la paridad cambiaria y evitaría así la pérdida patrimonial de los depositantes.

C. Crédito

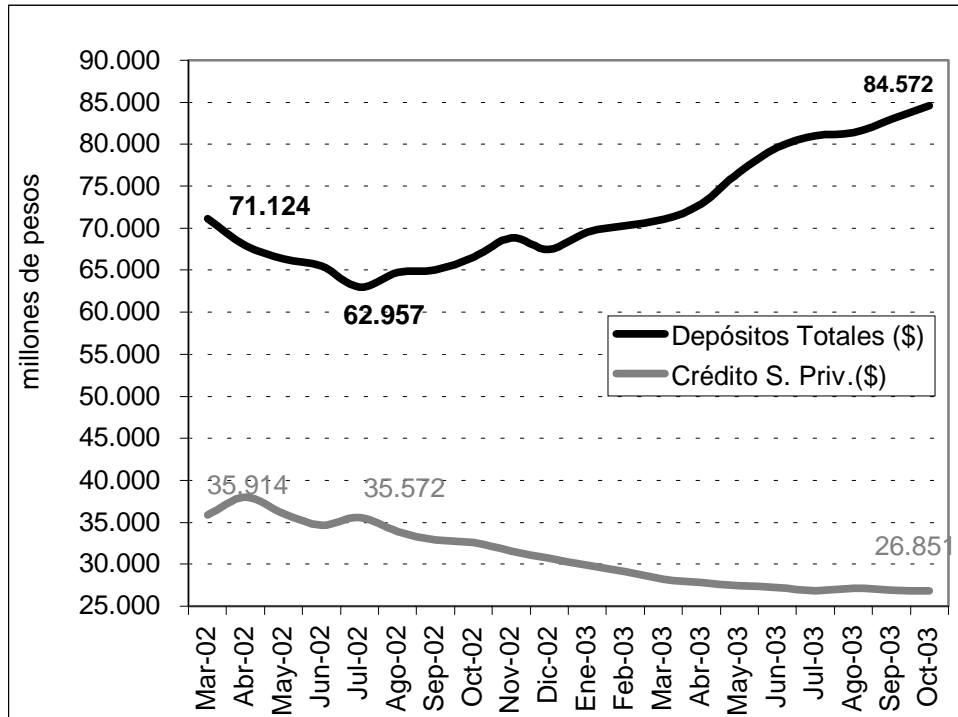
A un año y medio del estallido de la crisis argentina, la evolución futura del crédito al sector privado despierta diversos interrogantes, entre los que se destacan dos. ¿Cuánto tiempo demorará en recuperarse el crédito bancario? ¿Es posible que las firmas financien una recuperación sostenida -y por ende el crecimiento del producto agregado- a partir de otras fuentes de fondos alternativas al crédito bancario?

Cuadro 15. Depósitos

Depósitos	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
Corea							
Depósitos (mon nac constante)	100,668,000	110,116,746	126,560,693	147,128,232	181,068,585	229,552,147	288,398,290
Nivel	68	75	86	100	123	123	196
Dep/PIB	0.31	0.30	0.33	0.37	0.50	0.59	0.70
Indonesia							
Depósitos (mon nac constante)	130,280,000	156,499,132	191,361,823	221,303,725	242,133,426	219,276,987	236,570,872
Nivel	59	71	86	100	109	99	107
Dep/PIB	0.34	0.38	0.42	0.44	0.50	0.48	0.46
México							
Depósitos (mon nac constante)	131,668	149,500	154,489	192,154	209,922	188,664	210,747
Nivel	69	78	78	100	109	98	110
Dep/PIB	0.15	0.17	0.16	0.18	0.21	0.18	0.20
Rusia							
Depósitos (mon nac constante)	124,497	111,622	93,633	131,230	113,613	140,278	157,784
Nivel	95	85	71	100	87	107	120
Dep/PIB	0.08	0.08	0.06	0.10	0.10	0.09	0.10
Turquía							
Depósitos (mon nac constante)	9,130,830	9,636,406	11,842,006	10,559,632	13,116,966	n.a.	-
Nivel	86	91	112	100	124	n.a.	-
Dep/PIB	0.32	0.34	0.47	0.40	0.54	n.a.	-
Argentina							
Depósitos (mon nac constante)	76,794	80,102	91,779	72,440	54,291	n.a.	-
Nivel	106	111	127	100	75	n.a.	-
Dep/PIB	242521.67	235113.45	197098.94	181230.19	101417.70	n.a.	-

Fuente: Cepal (2003), IMF (2003), International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002).

Gráfico 1. Depósitos Totales (\$) y Crédito al Sector Privado (\$)
en millones de pesos - período mar'02 - Oct'03



Fuente: elaboración propia a partir de datos del Banco Central de la República Argentina.

La estructura de capital de una firma muestra, a grandes rasgos, cinco alternativas de financiamiento: reinversión de utilidades propias, emisión y colocación de nuevas acciones o deuda corporativa en los mercados de capitales, financiación bancaria -en diversas modalidades-, o financiación comercial. Al igual que en muchos países en desarrollo -y en particular en la mayoría de los latinoamericanos-, los mercados de capitales argentinos están muy débilmente desarrollados, por lo que sus sistemas de intermediación financiera están orientados hacia los bancos, que además desarrollan sus actividades racionando crédito en mercados marcadamente segmentados.

Por lo tanto, en Argentina el tamaño de la firma y su estructura de capital son dos variables estrechamente relacionadas. En general, cuanto mayores las dimensiones de la empresa, mayor el acceso a los mercados de capitales y al crédito bancario de largo plazo (que es a su vez la principal fuente de financiamiento de las firmas corporativas); a menor tamaño, mayor el racionamiento bancario y menor el acceso al mercado de capitales, por lo que la estructura de capital de la mayoría de las pymes se basa esencialmente en reinversión de utilidades propias, crédito bancario de muy corto plazo y muy

costoso (por ejemplo, descubierto en depósitos a la vista y descuento de documentos de terceros) y financiación de proveedores.⁵³

En síntesis, lo descrito hasta aquí configura un mercado de crédito en el que, a grandes rasgos, las grandes firmas se financian esencialmente mediante crédito bancario y una gran proporción de ellas ni siquiera tiene acceso al mercado de capitales; mientras que las pymes, que tampoco tienen acceso al mercado de capitales, se financian, en promedio, principalmente con fondos propios y en menor medida con fondos bancarios de peor calidad (plazos cortos, tasas altas).

Dado el escenario en el que se desarrolla la intermediación financiera, no sorprende que en Argentina se verifique una correlación estadísticamente significativa entre crédito bancario y crecimiento del PIB durante los años noventa. En este sentido, Fanelli (2002) afirma que existe evidencia de cointegración entre estas dos series, mientras que Bebczuk, Fanelli y Pradelli (2002) refuerzan esta hipótesis desde una óptica microeconómica, mostrando una relación causal desde el financiamiento de origen bancario hacia la demanda de inversión de las firmas.

No obstante, el hecho de que las series de crédito y PIB durante un período de -por ejemplo- 10 años, estén cointegradas, no es necesariamente inconsistente con la posibilidad de que estas series diverjan en períodos más cortos de tiempo -por ejemplo, de uno o dos años-, especialmente luego de un shock de gran magnitud. De hecho, el PIB argentino comenzó a recuperarse rápidamente desde la segunda mitad de 2002 mientras el stock de crédito al sector privado profundizaba su caída y las firmas no tenían acceso al mercado de capitales, por lo que habrían financiado el crecimiento del PIB esencialmente con fondos propios (ayudadas por una caída del salario real de aproximadamente 35%) y financiamiento comercial (y con grandes refinanciamientos de pasivos con los bancos). Otra fuente importante de fondos ha sido posiblemente, en algunos sectores, la disponibilidad de activos externos líquidos, como dólares retirados “oportunamente” del sistema financiero local, los que se valorizaron considerablemente como consecuencia de la depreciación cambiaria de 2002.

⁵³ Si bien la información estadística referida al financiamiento de las pymes argentinas es débil, básicamente debido a las dificultades de acceso a dicha información, en los últimos años se han hecho algunos esfuerzos por estimar cuantitativamente la estructura de capital de estas firmas a partir de datos muestrales. Los resultados de estos trabajos son consistentes con las hipótesis mostradas en el texto respecto a la estructura de capital de las pymes. Por ejemplo, FUNDES-UGS (1999) estima que la participación de la reinversión de utilidades alcanza el 70% del financiamiento total de esta clase de firmas y que, además, más del 70% de estas empresas tienen necesidades de capital de trabajo insatisfechas; mientras que FIEL (1996) estima que el 40% de las pequeñas firmas (no incluye las medianas) no tiene ninguna clase de acceso bancario. Una interesante caracterización de algunos aspectos de la estructura de capital de las firmas argentinas puede encontrarse en Bebczuk, Fanelli y Pradelli (2002).

Una pregunta pendiente es, entonces, durante cuánto tiempo más esta forma de financiamiento de las firmas argentinas podrá sostener la brecha entre crédito y PIB. En cualquier caso, comprender el desempeño del crédito al sector privado a la salida de la crisis es crucial.

El análisis del panel de 32 crisis *bancarias* construido por Demirguc-Kunt, Detragiache y Gupta (2000) comentado en la sección anterior arroja dos conclusiones relevantes a los fines de comprender el comportamiento del crédito a la salida de una crisis financiera.

En primer lugar, el panel arroja una conclusión consistente con la hipótesis elaborada aquí: la recuperación del producto a la salida de una crisis *bancaria* no parece estar liderada por el crédito bancario. Esto reforzaría la idea de que las firmas presentan cierta capacidad para reemplazar al crédito bancario como fuente de financiamiento, al menos transitoriamente.⁵⁴

En segundo lugar, el crédito bancario muestra menos volatilidad que el PIB a la salida de una crisis bancaria, cayendo menos que éste en el año del colapso y manteniéndose deprimido en años posteriores, en los que el PIB crece y recupera sus niveles pre-crisis.

El cuadro siguiente nos muestra la evolución del crédito bancario al sector privado en el período bajo análisis, tanto medido en moneda constante de T-3 -deflactado por precios minoristas- como en términos de PIB, en las seis crisis internacionales analizadas.

Si bien estas experiencias nos permiten avanzar un poco más en la comprensión de los problemas planteados al principio, las enseñanzas que se pueden extraer no son siempre cristalinas.

El cuadro incluido arriba nos muestra dos grupos bien diferenciados de sistemas financieros entre T-3 y T. Por un lado se encuentran las economías asiáticas, que financiaban la mayor parte de su crecimiento con crédito bancario, tal como lo atestiguan las relaciones “crédito al sector bancario sobre PIB” en el período previo a la crisis (de entre 60 y 70% en T). Por el otro, las otras cuatro economías, en las que el crédito bancario al sector privado tenía menos importancia relativa para financiar el crecimiento. En este grupo, se destacan los casos ruso y mexicano, debido a la “inmadurez” de los sistemas financieros como también a su veloz crecimiento en el período previo a la crisis, al calor de los ingresos de capitales y de las políticas de liberalización financiera interna y externa características de los años noventa.

⁵⁴ En el caso argentino estas posibilidades estarían reforzadas por la existencia de una importante masa de activos externos en poder de parte del sector privado residente, mencionada y descrita en el capítulo 1 de este trabajo, a la que acabamos de hacer referencia además en el párrafo anterior.

Las salidas de la crisis parecen guardar relación con la caracterización anterior. En las economías del sudeste asiático, en donde grandes bancos entrelazados con grandes corporaciones conforman grupos económicos, crédito y PIB son dos variables estrechamente relacionadas, tal como lo indican tanto la salida exitosa de Corea como la duradera crisis de Indonesia.

Cuadro 16. Crédito

Crédito	T-3	T-2	T-1	T	T+1	T+2	T+3
Corea							
Crédito sector priv. (mon. nac const.)	184,888,000	204,457,416	233,527,458	269,842,793	270,824,755	319,551,033	369,380,283
Nivel	69	76	87	100	100	118	137
Tasa de var. anual	-	10.58%	14.22%	15.55%	0.36%	17.99%	15.59%
Créd/PIB	0.57	0.57	0.61	0.68	0.75	0.82	0.90
Indonesia							
Crédito sector priv. (mon. nac const.)	198,507,000	222,320,205	250,011,065	302,881,585	255,953,165	94,129,786	111,369,402
Nivel	66	73	83	100	85	31	37
Tasa de var. anual	-	12.00%	12.46%	21.15%	-15.49%	-63.22%	18.31%
Cred/PIB	0.52	0.54	0.55	0.61	0.53	0.21	0.22
México							
Crédito sector priv. (mon. nac const.)	179,251	249,714	286,303	365,826	253,502	160,457	188,854
Nivel	49	68	78	100	69	44	52
Tasa de var. anual	-	39.31%	14.65%	27.78%	-30.70%	-36.70%	17.70%
Cred/PIB	0.20	0.28	0.29	0.35	0.25	0.16	0.18
Rusia							
Crédito sector priv. (mon. nac const.)	134,023	107,053	139,650	160,054	129,897	178,766	235,647
Nivel	84	67	87	100	81	112	147
Tasa de var. anual	-	-20.12%	30.45%	14.61%	-18.84%	37.62%	31.82%
Cred/PIB	0.09	0.07	0.10	0.13	0.11	0.12	0.15
Turquía							
Crédito sector priv. (mon. nac const.)	7,252,460	6,224,653	5,441,586	6,046,781	4,869,524	3,704,196	-
Nivel	120	103	90	100	81	61.26	-
Tasa de var. anual	-	-14.17%	-12.58%	11.12%	-19.47%	-23.93%	-
Cred/PIB	0.25	0.22	0.21	0.23	0.20	0.14	-
Argentina							
Crédito total (mon nac constante)	77,475	79,103	84,685	80,981	48,517	n.a.	-
Nivel	96	98	105	100	60	n.a.	-
Tasa de variación anual	-	2.10%	7.06%	-4.37%	-40.09%	n.a.	-
Cred/PIB	0.27	0.28	0.31	0.31	0.21	n.a.	-

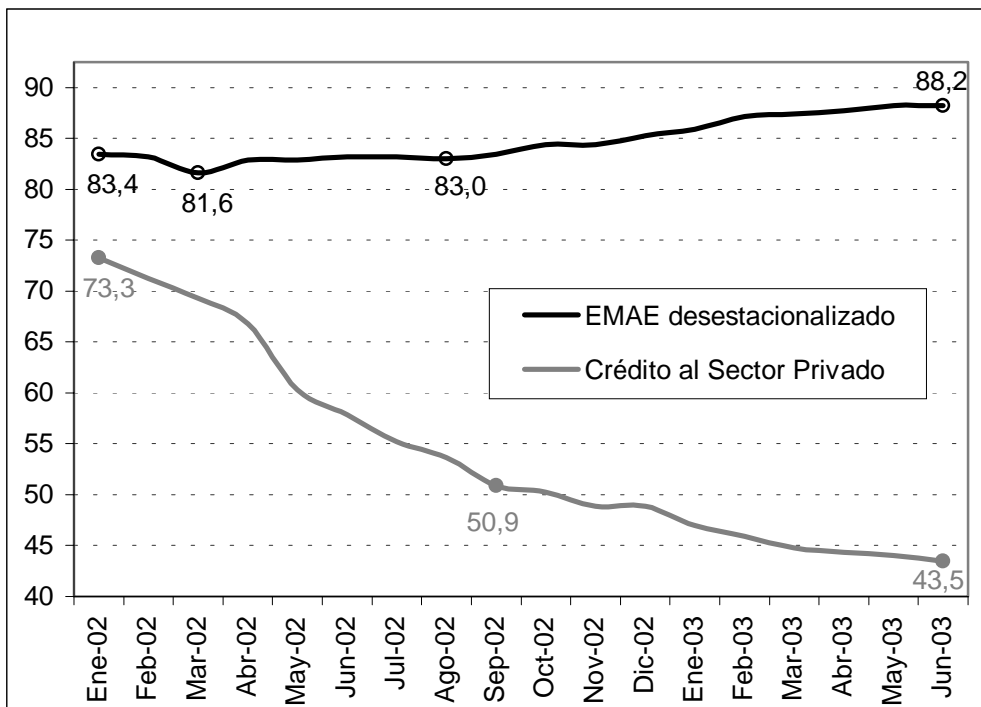
Fuente: Cepal (2003), IMF (2003), International Bank for Reconstruction and Development/The World Bank (2002).

Podríamos pensar que en estas economías prácticamente no es posible crecer, ni salir de las crisis, si no es con crédito bancario.

En el caso coreano el crédito se mantuvo en términos reales mientras el PIB caía 7% en T+1, para luego crecer mucho más que el PIB durante la recuperación hasta representar en T+3 90% del producto. Esta evidencia sería contraria a las interpretaciones más ortodoxas sobre la crisis coreana, ya que la menor volatilidad del crédito respecto del PIB a la salida de la crisis no parece adecuarse a la teoría del "credit crunch" asociada al *moral hazard* de la banca (¿o habrá que concluir que la economía coreana volvió a sobreendeudarse entre T y T+3?).

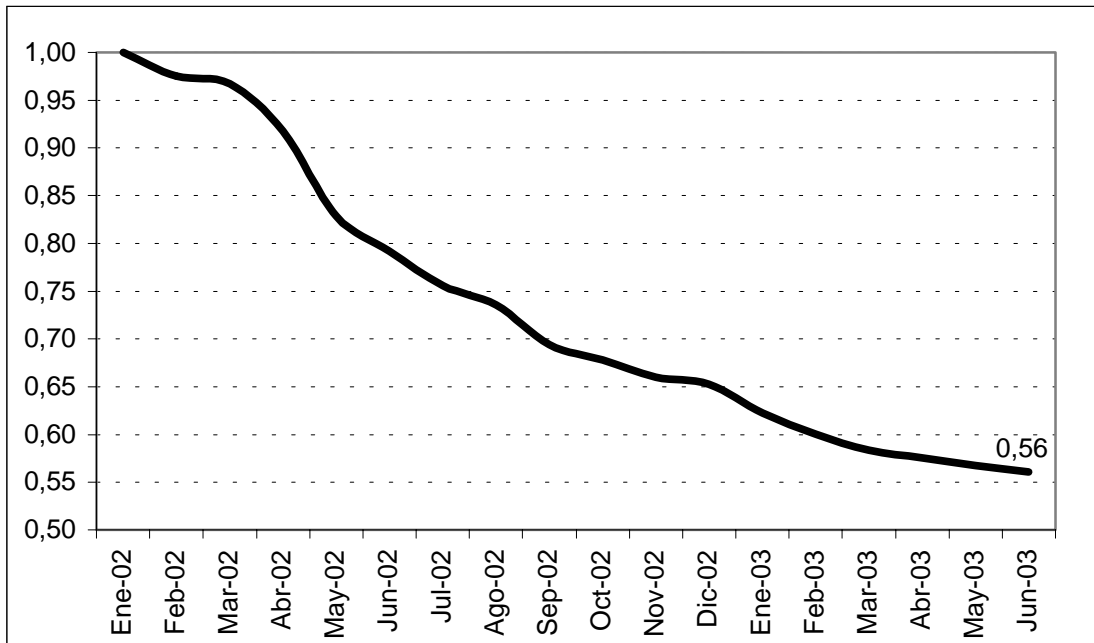
En cambio, en las economías no asiáticas, dado que sus estructuras de intermediación financiera son menos dependientes del crédito bancario, pareciera que es posible crecer, y por ende salir de las crisis, con crédito bancario (Rusia) o sin él (México y Argentina). En México el crédito se achicó a la mitad entre T y T+3 tanto en moneda constante como en porcentaje del PIB, mientras que Argentina crecerá alrededor de 7% en 2003 (T+2) pese a la virtual desaparición del crédito al sector privado. Es decir, la recuperación de la economía parece no garantizar la recuperación del negocio bancario, al menos en los tres años posteriores al colapso financiero.

Gráfico 2. Crédito al Sector Privado y PBI mensual
base Ene '00=100 - período: 2002-2003



Fuente: BCRA e INDEC y elaboración propia a partir de datos del Banco Central e INDEC.

Gráfico 3. Crédito al Sector Privado/PBI
base Ene '02=1 - período: 2002-2003



Fuente: BCRA e INDEC y elaboración propia a partir de datos del Banco Central e INDEC.

En cambio, en Rusia, en donde el financiamiento del crecimiento tampoco dependió nunca mayormente del crédito bancario (exhibe las relaciones “crédito/PIB” más bajas de la muestra), la proporción del PIB financiado con crédito aumentó en la recuperación de la economía post crisis.

Observando los cuatro casos en los que cayó el crédito al sector privado (Turquía, Argentina, México e Indonesia), se observa que éste en realidad se desplomó, tanto medido en moneda constante como en porcentaje del PIB.

Finalmente, y en relación con lo anterior, el hecho de que el crédito al sector privado se desplome tanto en los países en los que el PIB se recupera rápidamente (Argentina y México), como en los que no (Indonesia y Turquía), es un reflejo de las dificultades heredadas de una crisis financiera para solucionar el problema flujo propio de los procesos de reestructuración bancaria. Si esta falla en los procesos de reestructuración afecta a la banca, probablemente persista un problema de oferta de crédito; si afecta a los deudores bancarios, tal vez sea la demanda de crédito la que tarde en recuperarse.

Referencias bibliográficas

- 📖 Bapro (2003), *El Rol de la Banca Pública y la Reestructuración del Sistema Financiero*, mimeo.
- 📖 Bhattacharya, S. y Thakor, A. (1994), *Contemporary Banking Theory*, Journal of Financial Intermediation, 3.
- 📖 Bebczuk, R., Fanelli, J., y Pradelli, J. (2002), *Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina*, IADB, Latin American Research Network, working paper.
- 📖 Caprio, G. (1998), *Banking on Crisis: Expensive Lessons from Recent Financial Crisis*, World Bank.
- 📖 Caprio, G. y Klingebiel, D. (1996), *Bank Insolvencies: Cross Country Experience*, World Bank.
- 📖 CEPAL (2003), *Las Perspectivas de Financiamiento de Mediano y Largo Plazo*, Estudios macroeconómicos, Componente D, Estudio 1.EG.33.2.
- 📖 Claessens, A. (1998), *Systemic Bank and Corporate Restructuring, Experiences and Lessons from East Asia*, World Bank.
- 📖 Claessens, S., Djankov, S. y Klingebiel, D. (1999), *Financial Restructuring in East Asia: Halfway there?*, World Bank.
- 📖 Chang, R., y Velasco, A. (1998), *The Asian Liquidity Crisis*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-11.
- 📖 Chiodo, A. y Owyang, M. (2002), *A Case Study of a Currency Crisis: The Russian Default of 1998*, The Federal Reserve of Saint Louis.
- 📖 Demirgüç-Kunt, A., y Detragiache, E. (1997), *The Determinants of Banking Crisis: Evidence from Developing and Developed Countries*, IMF, working paper.
- 📖 Demirgüç-Kunt, A., Detragiache, E. y Gupta, P. (2000), *Inside The Crisis, An Empirical Analysis of Banking Systems in Distress*, IMF, working paper.
- 📖 Ding, W., Doma, H. y Ferri, G. (1998), *Is There a Credit Crunch in East Asia?*, World Bank, mimeo.
- 📖 Dziobek, C., y Pazarbasioglu, C. (1997), *Lessons from Systemic Bank Restructuring: A Survey of 24 Countries*, IMF, working paper.
- 📖 Doma, H. y Ferri, G. (1999), *The Credit Crunch in East Asia, Evidence from Field Findings on Bank Behaviour and Policy Issues*, World Bank, mimeo.
- 📖 Eichengreen, B., Rose, A., y Wyplosz, C. (1995), *Contagious Currency Crisis: First Tests*, Scandinavian Journal of Economics, vol. 98.
- 📖 Eichengreen, B., y Rose, A., (1998), *Staying Afloat When the Wind Shift: External Factors and Emerging-market Banking Crisis*, NBER, working paper.
- 📖 FUNDES-UGS (1999), *La Restricción de Acceso al Financiamiento Externo de las Pymes Argentinas*, mimeo.

- 📖 FIEL (1996), *Las Pequeñas y Medianas Empresas en Argentina*, mimeo.
- 📖 Fanelli, J. (2002), *Una mirada estratégica al problema de reconstruir la intermediación financiera en Argentina*, mimeo.
- 📖 Feldstein (2002), *Economic and Financial Crisis in Emerging Markets Economics: Overview of Prevention and Management*, NBER working paper.
- 📖 Frankel, J., y Rose, A. (1996), *Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators*, NBER, working paper.
- 📖 Fisher, S. (2001), *Financial Sector Crisis Management*, IMF, mimeo.
- 📖 Hausmann, R. y Rojas Suárez, L. (1997), *Las Crisis Bancarias en América Latina*, BID.
- 📖 IMF (1999), *World Economic Outlook*.
- 📖 IMF (2003), *International Financial Statistics*, Junio.
- 📖 Kaminsky, G. y Reinhart, C. (1996), *The Twin Crisis: The causes of Banking and Balance of Payments Problems*, FED, IFDP 544.
- 📖 Kaufman, G. (2000), *Banking and Currency Crisis and Systemic Risk: Lessons from Recent Events*, Economics perspectives, 3rd Q.
- 📖 Krueger, A., y Tornell, A. (1999) *The Role of Bank Reestructuring in Recovering From Crisis, México 1995-1998*, NBER working paper.
- 📖 Krugman, P. (1999), *Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises*, mimeo.
- 📖 Obstfeld M. (1994), *The Logic of Currency Crises*, *Cashiers Economiques et Monétaires* 43, Banque de France.
- 📖 Ozatay, F. (2000), *The 1994 Currency Crisis in Turkey*, Central Bank of Turkey.
- 📖 Ozatay, F. y Sak, G. (2002), *The 2000-2001 Financial Crisis in Turkey*, *Brookings Trade Forum 2002: Currency Crises*, Washington D.C.
- 📖 Pangetsu, M. y Habir, M. (2002), *Auge, Caída y Reestructuración de los Bancos en Indonesia*, FMI, Working Paper WP-02-66.
- 📖 Popov, A. (2000), *Lessons of The Currency Crisis in Russia and in Other Countries*, *Problems of Economic Transition* 43(1).
- 📖 Sach, J, Tornell, A., y Velasco, A. (1996), *The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?*, *Journal of International Economics* 41.
- 📖 World Bank (2002 y 2003). *World Development Report*. Washington D.C.

Anexo I

Cronología de las crisis

Corea

El desempeño anterior a la crisis (hasta 1996)

La economía coreana gozaba de un fuerte crecimiento durante los años 90, alcanzando tasas anuales del orden de los 8 puntos porcentuales tanto en 1994 como en 1995.

✓ En 1996 los términos del intercambio coreanos experimentaron fuertes shocks (la balanza comercial era deficitaria en 14 mil millones de dólares). Sin embargo la economía parecía ajustarse lentamente desde las altas tasas de crecimiento registradas en los 2 años anteriores.

✓ La inflación estaba bajo control durante el transcurso de los 90, permaneciendo entre 4 y 7% anual desde 1992. La estabilidad de precios y las bajas expectativas de inflación llevaron a una caída gradual de las tasas nominales de interés (el rendimiento de un bono corporativo a 3 años declinó desde el 15% que promediaba entre 1990 y 1995 hasta el 12% en 1996).

✓ Estos resultados estuvieron respaldados por políticas monetarias y fiscales entre prudentes y contractivas. Mientras que M2 crecía anualmente sólo alrededor del 16%, la posición fiscal, que había sido deficitaria en los 80 y tempranos 90, se volvió positiva a partir de 1993.

✓ El único signo de desbalance lo mostraba el sector externo. Entre 1994 y 1996 la deuda externa, tanto pública como privada, creció casi un 60%. El punto más problemático era que la mayor parte de la misma era a corto plazo y tomada a través de bancos locales. La confianza sobre el endeudamiento a corto plazo puede ser explicada por el hecho de que la cuenta capital había sido sólo parcialmente liberalizada: las restricciones contra el crédito extranjero de corto plazo fueron relajadas pero los límites sobre la deuda de largo y la participación extranjera en los mercados de acciones y bonos internos habían sido reforzados.

✓ La profundidad del déficit de cuenta corriente fue resultante de la caída de los términos del intercambio, sumada al crecimiento de la deuda externa de corto plazo en 1996. El déficit de cuenta corriente creció desde U\$S 8.507 millones en 1995 a U\$S 23.006 millones en 1996.

✓ El aparentemente sólido desempeño macroeconómico ayudó a enmascarar la debilidad microeconómica. Las tasas de retorno sobre los activos y la ganancia de las empresas coreanas habían sido relativamente bajas y habían estado, además, en descenso durante el transcurso de la década. Concurrentemente, del lado del pasivo, el endeudamiento del sector empresario ya era relativamente alto, pero se incrementó más aún desde

mediados de los 90 en adelante. Las relaciones de apalancamiento de los 30 *chaebols* más importantes promediaban más de 4 desde fines de los 80 en adelante (mientras que en los países industrializados y en otros países de la región esos cocientes se ubicaban en general por debajo de 2), indicando la proporción creciente de financiamiento de los activos de las firmas con capital extranjero y aumentando así sus riesgos de insolvencia.

✓ Por el otro lado de la ecuación de las firmas apalancadas, había instituciones financieras locales con estructuras directivas débiles que derivaban en baja calidad de los portafolios. Los préstamos *non performing* venían aumentando antes de la crisis, especialmente entre bancos con un legado de préstamos directos al gobierno. Además, las relaciones reales de capital de los bancos mercantiles y comerciales eran mucho más bajas que las tasas declaradas, debido a la tolerancia de las regulaciones sobre inversión.

✓ Estas tendencias fueron irónicamente el legado de una estrategia de desarrollo que había pagado enormes dividendos durante largos años en Corea, pero que, después de un tiempo y en el agregado, había retardado la madurez de las instituciones de mercado que debían haber estado disponibles para monitorear y alentar la conducta prudente entre los negocios y las instituciones financieras.

✓ Bajo las presiones de los términos del intercambio y la caída del crecimiento, la fragilidad subyacente dio forma a la agonía del sector corporativo en 1996 y 1997. Los beneficios empresariales después de impuestos cayeron desde un promedio del 4% del PIB durante 1989-1995 hasta menos del 2% del PIB en 1996. Además, desde que las empresas no interrumpieron la inversión, el endeudamiento corporativo neto también creció razonablemente.

Primera evidencia de la crisis (1996-1997)

✓ La primera evidencia del quiebre se registró a fines de 1996–principios de 1997. En enero de este último año, Hanbo, el *chaebol* número 14 en importancia, declaró bancarrota con deudas estimadas de U\$S 6.000 millones. Esto fue seguido de otros fracasos empresarios: el grupo Sammi, productor de acero, fue forzado a buscar protección de las cortes; el Jinro group, el *chaebol* número 19, entró en default, seguido de Daiong, una cadena de mercado. Finalmente, bajo quiebra, Ssangyong, el *chaebol* número 6, fue forzado a vender sus nuevos afiliados.

✓ *Mediados de 1997*: se hizo claro que las dificultades del sector empresarial tendrían significativas repercusiones sobre el sistema financiero. La devaluación de la moneda tailandesa en julio había ya aumentado las preocupaciones de los inversores; las dificultades crecientes en el sector financiero y la probabilidad en aumento de que la crisis del sector privado se

convirtiera en un problema general aumentaron el nerviosismo de los inversores.

✓ El 22 de octubre se decide la bancarrota de Kia y el mercado de stocks de Hong Kong estalla al día siguiente. La crisis bancaria coreana se había convertido en una crisis cambiaria. Los bancos extranjeros rechazaron la renovación de los préstamos, lo cual significaba que los bancos y empresas coreanas tenían que comprar dólares en el mercado cambiario para servir sus obligaciones – sumando las presiones sobre el tipo de cambio. A través de este período, la incertidumbre de los inversores extranjeros fue alimentada por la falta de información confiable y a tiempo sobre el estado de los préstamos bancarios *non performing*, las reservas de divisas y la deuda externa.

✓ Agosto de 1997: la respuesta inicial del gobierno fue garantizar las responsabilidades externas de las instituciones financieras; esto sembró dudas sobre la capacidad del Banco de Corea (BOK) para actuar como prestamista de última instancia, y así falló en alentar a los inversores. Los intentos de mantener la paridad interviniendo en el mercado cambiario llevaron al BOK a perder U\$S 10.000 millones de reservas desde fines de agosto hasta fines de noviembre.

✓ Noviembre de 1997: fueron abandonados los intentos de apoyar el won y Corea pidió apoyo de emergencia a la comunidad internacional para evitar una mora en la deuda

✓ El objetivo inmediato de estas respuestas del gobierno fue estabilizar el tipo de cambio y prevenir cualquier segundo *round* inflacionario por la depreciación del won. Esto implicaba una política monetaria restrictiva y altas tasas de interés, e, inicialmente, restricciones fiscales. Sin embargo, tanto la política monetaria como la fiscal fueron luego relajadas para responder a la profunda recesión.

✓ Pero las medidas para solucionar la debilidad estructural subyacente fueron el foco de la respuesta, que consistía en un programa de reformas fuertes y amplias, diseñado para solucionar esa debilidad:

*Reestructuración y reforma del sector financiero, incluyendo medidas para resolver la situación de instituciones financieras en problemas y para fortalecer el sector financiero en el mediano plazo, aumentando las regulaciones prudenciales y la supervisión, incrementando la transparencia y promoviendo mayor competencia extranjera.

*Reestructuración y reforma del sector empresarial con vista a restaurar la viabilidad de las empresas, más el fortalecimiento de su desempeño en el mediano plazo a través de mejores directivos y mayor competencia, tanto nacional como extranjera.

*Reforma de los mercados laborales para facilitar la reestructuración y la mejora del funcionamiento del mercado laboral en el mediano plazo, a fin de

que las firmas pudiesen adaptarse y responder eficientemente a oportunidades cambiantes.

*Mejora de la protección social para mitigar el impacto de la crisis y legalización de las bases para mejorar la protección social en el mediano plazo – incluyendo el fortalecimiento de los sistemas de salud y pensión.

La profundización de la crisis (1998)

✓ En 1998, la economía coreana experimentó la más severa recesión en 30 años. El producto se contrajo en 6,7% y el desempleo más que se triplicó entre 1996 y 1998. Los factores estructurales que habían hecho a la economía vulnerable a la crisis –bajas ganancias y altas relaciones de apalancamiento, en particular, también abrieron las puertas a una profunda recesión. En particular, los encadenamientos entre los desarrollos macroeconómicos, corporativos y del sector financiero resultaron en una bola de nieve. El único estímulo positivo para el producto vino de las cuentas externas, reflejado no sólo por una caída de las importaciones sino también por un crecimiento de las exportaciones: la balanza comercial, que había resultado deficitaria en 1997 en alrededor de U\$S 3.179 millones, alcanzó en 1998 un superávit de U\$S 41.627 millones.

✓ Las empresas que más resultaron golpeadas fueron las pequeñas y medianas, con una presencia mayor en el total de bancarrotas. Esto reflejaba una interrupción del crédito (*credit crunch*), seguida de una caída en la demanda en cuanto la recesión se profundizaba hacia mediados de 1998. El acceso de las pymes al crédito se contrajo profundamente con el comienzo de la crisis (mientras el crédito al sector privado había aumentado en más de 20% entre 1997 y 1998, lo hizo sólo un 7,9% entre 1998 y 1999). Más de la mitad de las pymes tienen relaciones contractuales con las empresas más grandes o *chaebols*. Cuando la crisis golpeaba, los pagos de las pymes para comerciar fueron hechos crecientemente en la forma de notas promisorias. Además, los bancos –primera fuente de financiamiento externo para las pymes- rechazaron negociar con las pymes sin colateral. Consecuentemente, la mayoría de las empresas encontraron dificultades para las renovaciones de las deudas a corto plazo y las notas promisorias a sus bancos, aún con tasas de descuento que se habían duplicado (pasando a más del 20%) hacia febrero de 1998. Estas empresas encontraron además problemas para asegurarse utilizando las facilidades de garantías que otorgaba el Fondo Coreano de Garantía de Crédito y otros fondos con igual fin. Como resultado, los préstamos de los bancos a las pymes cayeron en aproximadamente un 10% -mientras que los créditos concedidos a las grandes corporaciones crecieron un 9% durante 1998.

✓ *La política monetaria en la crisis:* Como la estabilidad del tipo de cambio se recuperó, las autoridades liberalizaron la política monetaria durante el curso

del año en respuesta a los desarrollos de la economía. Las tasas de interés bajaron, reflejando la caída gradual de la prima de riesgo de las empresas.

✓ *La política fiscal de apoyo:* El gobierno introdujo dos presupuestos suplementarios durante el curso de 1998, en vista de la profundidad de la recesión. A través del segundo *plus* presupuestario introducido en agosto, el déficit (excluyendo los ingresos por privatizaciones) para 1998 rondó el 5% del PIB, desde el 1,3% logrado en 1997.

✓ *Medidas institucionales para ayudar a las pymes:* Para solucionar los problemas de acceso al crédito de las pymes, las autoridades dieron pasos decisivos durante 1998. Se destacan la renovación de préstamos y la expansión de las garantías crediticias, que redujeron el riesgo de *default* que pesaba sobre los libros bancarios. Los préstamos apoyados por las garantías tenían menor riesgo que los préstamos colateralizados. Como resultado, el crédito al sector privado volvió a crecer entre 1998 y 1999, en el orden de los 19 puntos porcentuales.

Desarrollo macroeconómico post-crisis (fines de 1998 en adelante)

✓ La recuperación económica resultó más rápida que lo anticipado. La recesión concluyó a fines de 1998 y el producto creció ya en el primer cuarto de 1999. Aunque el resurgimiento del crecimiento fue inicialmente apuntalado por el sector externo, ya en el primer cuarto de 1999 el dinamismo provenía primariamente del repunte del consumo, promovido por la recuperación de la confianza. Las altas tasas de ahorro de las familias, y un consumo privado profundamente deprimido, daban amplio margen para tal recuperación.

✓ *El desempleo:* la tasa de desempleo, que en 1998 había alcanzado un nivel del 6,8%, declinó levemente en 1999, rozando los 6,3 puntos, pero en 2000 bajó a sólo 4,1%. Mucho del desempleo que se había registrado el año anterior estuvo asociado a la fase descendente del ciclo, más que a la reestructuración de las corporaciones, por lo tanto, el repunte de la actividad económica comenzó a revertir ese incremento.

✓ *La inflación:* aún en 1998, cuando el won se había depreciado por más de 47%, la inflación promedió el 7,5%, reflejando el relativamente pequeño *pass trough* del tipo de cambio. La recesión debilitó las presiones sobre los precios nominales y la inflación se mantuvo siempre por debajo del 10% en 1998. Aunque una suba en los precios de los alimentos y del petróleo resultó en un aumento del IPC, la inflación medida por ese índice se mantuvo por debajo del 1% en la primera mitad de 1999.

✓ *La cuenta corriente:* el superávit se angostó (el monto de U\$S 40.365 millones alcanzado en 1998 disminuyó a U\$S 24.477 en 1999), reflejando el crecimiento de las importaciones. La recesión resultó en una profunda caída en el crecimiento de las importaciones en 1998. Aunque, como en el resto de los países afectados, el valor en dólares de las compras de bienes al resto del

mundo declinó (el grado al cual una depreciación llevará a una declinación del valor en dólares de las exportaciones depende, entre otras circunstancias, de la proporción de materias primas importadas en las exportaciones y del grado en el que los exportadores compiten con el exterior), los precios de importación también cayeron, registrándose una mejora en los términos del intercambio en 1998. Después de los 3 primeros trimestres de 1999, el promedio de superávit comercial mensual se achicó. Esto reflejaba el repunte del nivel de actividad económica y, consecuentemente, el crecimiento de las importaciones.

✓ *Las reservas:* a pesar del menor superávit en cuenta corriente, las reservas de Corea continuaron aumentando, debido a la gran entrada de capitales. A pesar de la disminución de los flujos en comparación al año crítico, estos han seguido promediando, en los años posteriores a la crisis, valores mayores a los previos a 1996.

✓ *La entrada de capitales y el tipo de cambio:* las grandes entradas de capitales han dado lugar a presiones a la apreciación cambiaria, aunque el won permanece considerablemente depreciado con relación a los niveles previos a la crisis.

Indonesia

El panorama anterior a la crisis. De principios de los 90 a 1997

El sistema bancario de Indonesia se presentaba vulnerable antes de la crisis, debido a los siguientes factores:

1. Una rápida expansión que no contaba con el soporte de reglas prudenciales ni adecuada supervisión por parte del Banco Central. La quita de los topes de crédito, el levantamiento de los controles de depósitos a los bancos estatales y los subsidios a las tasas de los depósitos implicaron tasas de interés altamente positivas, aumento drástico de los depósitos y de la oferta monetaria. Además la flexibilización de las reglas sobre la apertura de sucursales bancarias y la caída de los requisitos de encaje dieron lugar a una multiplicación del número de bancos y de la oferta de crédito y liquidez. Dichas características llevaron a un aumento de la inflación a principios de los años noventa.

El problema básico fue la falta de habilidad para hacer cumplir las regulaciones prudenciales a causa de la débil capacidad e idoneidad de los supervisores del Banco Central, la corrupción y la interferencia política de los dueños de los bancos cercanos al poder.

2. Una elevada concentración de la propiedad en el sector bancario implicando débil conducción corporativa de los bancos. Había poco incentivo para que los bancos fuesen criteriosos en sus decisiones de prestar a las empresas porque:

*el sector bancario estaba altamente concentrado y las entidades más importantes estaban ligadas a negocios políticamente poderosos;

*había presiones políticas sobre bancos para que dirigieran sus préstamos a sectores determinados;

*las consideraciones relativas a la existencia de bancos “demasiado grandes o demasiado importantes (por sus conexiones políticas) para caer”, que daban lugar a la presencia de riesgo moral;

3. Una dinámica de refuerzo entre la macroeconomía y el sistema financiero, definida por la retroalimentación entre la entrada de divisas, la política macro y la debilidad de las instituciones del sistema corporativo y financiero.

La década de los 90 fue caracterizada por *booms* de entradas de capitales, con dos oleadas principales, a principios de los 90 y entre 1994 y 1996, cuando esos ingresos promediaron 6% del PIB al año. Esta entrada de capitales reforzaba la debilidad del sistema financiero.

A fines de 1995 el Banco Central prohibió la emisión de obligaciones negociables por parte de las compañías financieras, provocando así un cambio masivo hacia el pedido de préstamos *off shore*. En esas circunstancias, la deuda externa total creció un 26,3% entre 1994 y 1997. Las compañías no tenían restricciones sobre los préstamos extranjeros. Así, tomaban créditos y colocaban los fondos en bancos para actividades locales basadas en la rupia. El crédito al sector privado ya equivalía a más de 50% del PIB en 1994, pero superó el 60% en 1997, mostrando una clara dependencia del sector privado al sector bancario y sugiriendo que la actividad económica de Indonesia era muy sensible a las variaciones en el crédito interno.

Además, la liberalización financiera había incrementado la presencia de bancos extranjeros que apuntaban a negociar con las compañías locales más grandes, las que gozaban de los beneficios del endeudamiento *off shore* (la prima de riesgo cobrada era menor). Los bancos locales tuvieron así que orientar sus préstamos al mercado medio para no competir con los bancos extranjeros. Estos préstamos tenían mayor riesgo, menor información y más niveles de préstamos morosos.

En resumen, como no había límites para los préstamos al sector privado, pero las tasas de interés locales eran altas y los movimientos del tipo de cambio parecían predecibles, las grandes compañías indonesias incrementaron largamente sus deudas externas a corto plazo en los años anteriores a la crisis. La deuda del sector privado era muy grande, siendo la mayoría de los deudores corporaciones más que bancos, y los préstamos eran predominantemente a corto plazo (para 1998 la deuda externa era de U\$S 157 mil millones). Las tasas de interés eran altas por la ajustada política monetaria y por la ineficiencia de los mercados financieros locales y los altos costos de transacción de los préstamos locales. Lo más relevante era que casi el 80% de la deuda corporativa era a corto plazo y fue emitida para compañías orientadas al mercado interno antes que a mercados de exportación.

Los comienzos de la crisis: el colapso del sector bancario, de mediados a fines de 1997

✓ Julio 1997: la devaluación de la moneda tailandesa da lugar a shocks de tipo de cambio y tasa de interés, los que tuvieron dramáticos efectos en las hojas de balance de los bancos y en corporaciones altamente endeudadas. Como resultado del colapso de los tipos de cambio los bancos tuvieron que reembolsar el total de sus pasivos en moneda extranjera, cuando los préstamos extendidos en moneda extranjera no eran devueltos en su totalidad. La suba de las tasas de interés incrementó los pasivos de los bancos marcadamente, mientras que el malestar corporativo afectaba el valor de los activos bancarios. La suma de la crisis de confiabilidad, la suba de las tasas de interés y de los tipos de cambio, la elevada inflación (en 1998 la inflación anual llegó al 57%) y la contracción de la economía real (que declinó en más de 13% en ese mismo año), empeoró el malestar en los sectores corporativos y bancarios, transformando rápidamente una limitada crisis bancaria en una sistémica.

✓ La devaluación del *thai bat* llevó a una ampliación de la banda de flotación de la rupia de 8 a 12%. Esto dio lugar a una inmediata depreciación de la misma, del orden de 7 puntos porcentuales (2600 rupias por dólar) y a la primera oleada de salidas de capitales.

✓ 14 de agosto: no pudiendo sostener la rupia por el alto costo que esto acarrearía, la misma entra en flotación y se ajusta marcadamente la política monetaria, incrementando ampliamente las tasas de interés. La rupia se debilitó aún más durante el resto de agosto y la primera semana de octubre.

✓ Septiembre 1997: el gobierno anuncia una postura de austeridad fiscal y lanza un plan para reestructurar el sistema bancario, incluyendo la liquidación de bancos poco firmes. Sin embargo al plan le faltó credibilidad y claridad y la rupia continuó debilitándose.

✓ Noviembre 1997: el gobierno firma la primera carta de intención con el FMI. En las dos semanas posteriores hubo inicialmente una respuesta positiva y la rupia se fortaleció. Luego la confianza comenzó nuevamente a fallar ya que las ejecuciones de los bancos no fueron bien planeadas y llevadas a cabo, y los detalles de la carta de intención no se hicieron públicos. La elección arbitraria de bancos a ser cerrados y el criterio poco claro usado dieron cuerpo al rumor de que más bancos cerrarían. Los inversionistas residentes transfirieron fondos de bancos privados a bancos estatales en un vuelco de la calidad a la seguridad. Muchos también los transfirieron a bancos extranjeros o cambiaron rupias por dólares y expatriaron fondos. Este fue el comienzo del vuelo del capital local, que empeoró rápidamente a medida que la crisis se profundizaba.

✓ Diciembre 1997: Las corridas de depósitos fueron avivadas por los rumores de ejecución de bancos, la enfermedad del presidente Suharto y versiones acerca de la muerte de Sudono Salim, líder del mayor conglomerado de negocios y dueño del Banco Central Asia (el más grande). El vuelo hacia la seguridad se intensificó. Durante este mes el aporte irrevocable del Bank Indonesia para los bancos se incrementó de 13 trillones de rupias a 31 trillones, y gran parte de esta liquidez estaba siendo concentrada en el exterior.

Segunda serie de medidas de estabilización y segundo shock: enero 1998/mayo 1998

✓ Enero 1998: empeora la crisis de confianza con el desmoronamiento de la rupia a 15.000 por dólar hacia fines de este mes. La falta de compromiso del presidente con las reformas era evidente, con el anuncio de un presupuesto irreal a comienzos de enero y con indicios de que no había intenciones de cumplir la segunda carta de intención, firmada a mediados de mes. La credibilidad se erosionó aún más cuando directores del Banco Central fueron despedidos, dejando en claro que los tecnócratas ya no estaban a cargo de la diagramación de políticas. La crisis de confianza volcó al sector bancario a una crisis financiera. El aporte irrevocable del Banco Central alimentaba la oferta de dinero, lo cual, sumado a la devaluación de la rupia acrecentaba los rumores de hiperinflación. Para restaurar la confianza el gobierno anunció otro paquete de reestructuración bancaria el 26 de enero. El mismo comprendía:

✓ *una garantía del gobierno a todas las deudas de los bancos;

✓ *la creación de la Agencia de Reestructuración de los Bancos de Indonesia (IBRA) para, principalmente, cerrar, fusionar o absorber y recapitalizar bancos en problemas;

✓ *una reestructuración corporativa.

✓ El efecto del paquete sobre la confianza fue inicialmente positivo, y la rupia se fortaleció: la paridad cayó por debajo de 10.000 por dólar.

✓ Febrero 1998: 54 bancos que habían tomado préstamos del Bank Indonesia y tenían requisitos de capital menores al 5% fueron puestos bajo supervisión de la IBRA. Sin embargo la incertidumbre respecto del cumplimiento de las recomendaciones del FMI, el cambio de la cabeza de la IBRA y el revuelo político que llevó al llamado a elecciones en marzo socavó aún más la confianza. La corrida de depósitos continuó y las líneas de crédito para bancos locales fueron retiradas. (El crédito al sector privado cayó de U\$S 82.139 millones en 1997 a U\$S 63.405 millones en 1998, es decir una variación negativa del 23%).

✓ Marzo 1998: Las autoridades monetarias suben de golpe las tasas de interés.

- ✓ Abril 1998: El IBRA anuncia su primera acción mayor: la absorción de 7 bancos grandes que tenían tomados préstamos por más del 15% de los pasivos bancarios y que recibieron más del 72% del apoyo del Bank Indonesia. También fueron cerrados otros 7 bancos más pequeños. Fueron realizados anuncios públicos sobre el criterio de ejecución y absorción, las acciones fueron bien recibidas por el mercado aunque hubo corridas bancarias esporádicas.
- ✓ Mayo 1998: el sistema bancario fue golpeado nuevamente por otro gran shock que llevó a la renuncia del presidente Suharto. La pérdida de confianza de inversores tanto foráneos como locales condujo a una nueva corrida de depósitos y a una nueva desestabilización de la rupia, cuya cotización retornó por sobre los 10.000 por dólar. Las tasas de interés volvieron a trepar, con tasas de depósitos llegando al 60-70% a medida que los bancos buscaban maximizar su liquidez para protegerse de potenciales corridas bancarias. La inflación alcanzó el 50% anual. El margen negativo experimentado por el sector bancario se incrementó sustancialmente durante este período, dañando más su base de capital. Para octubre de 1998 los bancos nacionales privados y 7 bancos estatales tenían balances negativos. Los préstamos morosos alcanzaron el 75% del total de los préstamos.

Rehabilitación y recapitalización del sector bancario: Junio 1998-Diciembre 1999

- ✓ Luego de la renuncia de Suharto en mayo siguieron meses de incertidumbre, las tasas de interés permanecieron altas y el tipo de cambio débil. Hubo poco progreso en la reestructuración bancaria ya que los esfuerzos estaban enfocados en auditar los bancos y prepararlos para la recapitalización.
- ✓ Rehabilitación: el objetivo del nuevo gobierno se basaba en distinguir entre bancos no viables y viables, cerrar los primeros y recapitalizar los últimos. En junio de 1998 la auditoría de 6 bancos privados reveló que los préstamos morosos alcanzaban en promedio al 55% del total de préstamos (y al 90% en los grandes bancos), que la mayoría de préstamos fue para miembros de grupos y que los bancos eran insolventes. A principios de agosto las auditorías de los bancos restantes revelaron que todo el sistema bancario era débil. Bajo el programa de garantía del gobierno muchos préstamos interbancarios fueron categorizados como no idóneos y la IBRA accionó contra 10 bancos que habían violado requisitos legales. En setiembre terminó acordándose la devolución por parte de los ex dueños de estos bancos del respaldo de liquidez obtenido del Bank Indonesia y de los préstamos otorgados a miembros del grupo, obligaciones a ser saldadas en 4 años.
- ✓ Recapitalización.

- ✓ *Bancos privados: En setiembre de 1998 la IBRA lanzó un programa de recapitalización en vista de la continuidad de la crisis, con el objetivo de recapitalizar los bancos viables y compartir el costo entre el gobierno y el sector privado. Los bancos fueron categorizados en 3 grupos basados en la auditoría de compañías contables internacionales. Los bancos categoría A tenían un requisito de capital (CAR) de más del 4% y estaban exentos del programa y podían retomar sus operaciones. Los bancos categoría B tenían un CAR de entre 4 y -25% y eran candidatos al programa si sus dueños podían inyectar capital para lograr un CAR del 4%. Los bancos con CAR de -25% fueron puestos en la categoría C y se les daba tiempo para que sus dueños inyectasen la cantidad necesaria de capital como para cambiar de categoría. Los bancos de categoría B y C cuyos dueños no agregaran capital suficiente serían absorbidos por el IBRA o cerrados. El retraso del plan y la absorción por parte del gobierno de bancos que debían ser cerrados incrementó la desconfianza y la rupia se volvió a debilitar. Finalmente, en marzo de 1999, el gobierno anunció que 73 de los 140 bancos tipo A no necesitaban soporte del gobierno, 9 bancos tipo B eran candidatos a recapitalización y 7 bancos serían absorbidos por el IBRA. También se reemplazó a los directivos de bancos tipo A que no se consideraban idóneos.
- ✓ La cantidad requerida para la recapitalización había sido estimada en setiembre de 1998 pero la situación política y económica no había mejorado para mayo, y derivó en la convocatoria a elecciones. La rupia todavía estaba débil.
- ✓ *Bancos estatales: aunque todos los bancos estatales y algunos de los regionales cayeron en la categoría C, fueron todos recapitalizados después de la reestructuración y de las fusiones. Sus préstamos morosos fueron transferidos al IBRA. Se reemplazaron los directivos de muchos de ellos y se cerraron sucursales.

Algunas conclusiones

- ✓ Los bancos que sobrevivieron a la crisis eran por lejos aquellos que no operaban en divisas o cuyas actividades en divisas eran limitadas respecto a las actividades en rupias. Los bancos grandes que proveían servicios en moneda extranjera y que estaban expuestos a riesgos cambiarios considerables fueron los más golpeados. Esto no es sorprendente por la volatilidad del tipo de cambio durante la crisis. El alcance del daño estaba exclusivamente ligado a la proporción de préstamos en moneda extranjera que un banco tenía en sus libros.
- ✓ Los préstamos en moneda extranjera fueron los primeros en experimentar problemas, ya que su valor se multiplicó con la pérdida de valor de la rupia.

- ✓ Los bancos que le habían prestado a las empresas de su mismo grupo por encima del límite legal también fueron duramente golpeados. Estos préstamos no estaban adecuadamente garantizados, documentados ni monitoreados.
- ✓ La concentración de la titularidad de los bancos tenía correlación con su poca firmeza.

Condiciones posteriores (año 2000)

La recapitalización de los bancos restantes fue completada en varias etapas, pero no concluida aún. Las medidas recompusieron la confianza de los depositantes y se generó el sentimiento de que el gobierno tenía un completo dominio de la situación bancaria. Pero no fue hasta que una severa depuración de la industria bancaria que los depositantes recuperaron la confianza.

México

El contexto anterior a la crisis: antes de 1994

- ✓ Prevalecía en México una orientación pro mercado de las políticas económicas, al estilo del Consenso de Washington.
- ✓ Entre 1987 y 1994 el tipo de cambio se utilizaba como ancla nominal para controlar la inflación. El tipo de cambio podía flotar pero en una banda predeterminada y muy estrecha.
- ✓ La tasa de inflación había ido disminuyendo desde 100 por ciento en 1987, hasta alrededor de 23 por ciento en 1991 y hasta alrededor de 9 por ciento en 1993.
- ✓ Luego de la crisis de los años ochenta los problemas de la deuda mexicana fueron disminuyendo.
- ✓ El PIB crecía a una tasa relativamente baja, observada principalmente en la tasa de crecimiento del producto por habitante.
- ✓ En lo que atañe al balance de pagos, entre 1991 y 1994 las exportaciones aumentaron lentamente, sin embargo la balanza comercial y la cuenta corriente iban empeorando, casi duplicándose el déficit entre esos años. Esto era sostenido por la entrada de capitales hasta el año 1993, lo que también ayudaba a mantener el tipo de cambio apreciado, al que se mantenía por temor a un salto en los salarios y a las consecuencias inflacionarias. Vale destacar que esta entrada de capitales estaba destinada principalmente al sector privado.
- ✓ Respecto al presupuesto público, el gobierno mexicano gozaba en promedio de un superávit primario. Incluso en los años 1993 y 1994 se observa un valor negativo del crédito al gobierno.

Acontecimientos políticos de la época:

En 1994 comenzó el levantamiento de Chiapas.

Hubo dos asesinatos políticos: en marzo la víctima fue el candidato a presidente, Donaldo Colosio, y en septiembre lo fue el Secretario General del PRI, el partido de gobierno.

✓ Esta situación generaba naturalmente desconfianza e incertidumbre a los inversores externos y dio lugar a considerables salidas de capitales.

✓ Se observa en el ítem “reservas internacionales” una reducción en el año 1994, aproximadamente, a una quinta parte del año anterior.

✓ Luego de que el tipo de cambio alcanzara el techo de la banda prefijada, luego del asesinato de Colosio, el gobierno mantuvo la paridad y expandió el crédito para evitar aumentos de la tasa de interés que pudieran tener efectos negativos en la actividad. En los agregados monetarios no se observan cambios bruscos, y tienen una tendencia ascendente a lo largo de todo el período. Se emitieron bonos de corto plazo en dólares llamados “Tesobonos”, pero la cantidad de deuda superaba largamente las reservas del gobierno a fines del 94, haciendo que el gobierno se enfrentara a una situación de iliquidez.

La fase crítica: 1994-1995

✓ En diciembre se produjo un cambio de presidente: asumió Ernesto Zedillo Ponce de León.

✓ El 20 de diciembre de 1994 el nuevo gobierno produjo una devaluación del 15 por ciento, a la que siguió una corrida cambiaria. Este acontecimiento llevó a que finalmente se dejase flotar el tipo de cambio. La moneda continuó depreciándose rápidamente, mientras las reservas seguían cayendo.

✓ La crisis se observa en la depreciación del peso, en el aumento de tasa de interés y en la caída en la tasa de crecimiento del PIB per capita de 1995.

✓ Inmediatamente luego de la depreciación se suspendió el pago de la deuda externa.

El manejo de la recesión

✓ La recesión fue relativamente corta: si bien el PIB cayó en 1995, ya en el último cuatrimestre de ese año comenzaba a crecer y en 1996 la tasa de crecimiento se tornó positiva y creciente.

✓ Sin embargo, la recuperación no fue uniforme entre los sectores de la economía. El sector transable se recuperó enormemente, luego de la caída en 1995, mientras que el sector no transable se fue restableciendo muy lentamente, debido a sus diferentes posibilidades de financiamiento. El crecimiento del sector transable se observa en un considerable aumento de las exportaciones entre 1994 y 1996. A su vez, la crisis bancaria de 1995

gravitó sobre este desbalance sectorial, ya que luego del hundimiento de sector bancario sólo hubo financiamiento para los exportadores, por parte del mercado internacional o mediante crédito de las firmas aguas arriba. Mientras tanto, el sector no transable no accede al crédito internacional ni al nacional.

En lo que respecta a la balanza comercial las exportaciones aumentaron respecto de los niveles 1990-1994 (gracias a la devaluación producida entre 1994 y 1997), pasando de 60 mil millones en 1994 a 110 mil millones en 1997. Hay que notar que a pesar del mejoramiento de la balanza comercial la cuenta corriente no lo hizo en igual proporción, debido al pago de los servicios de la deuda.

Situación bancaria: como consecuencia de las dificultades financieras de los deudores mexicanos y el mayor costo de la deuda luego de la depreciación, se produjo un aumento de la deuda en mora en el sistema bancario (como proporción de la deuda total). Vale aclarar que aproximadamente un tercio de los préstamos otorgados por los bancos estaban denominados en dólares en diciembre del 94 y, cuando la tasa de interés alcanzó los 80 puntos en el primer cuatrimestre de 1995, los pagos de todo tipo de deuda prácticamente cesaron, deteriorando la cartera de los bancos.

Dada la situación crítica de los bancos comerciales, estos aumentaron el *spread* entre las tasas activas y pasivas, el que dio en 1995 un salto espectacular.

Una consecuencia de ello fue la caída del stock de créditos otorgado por parte de los bancos comerciales al sector privado. Se observa una contracción del crédito bancario dirigido al consumo y a empresas y personas físicas con respecto al no bancario. Los bancos locales, al tener altas tasas de interés, se quedaron con los agentes que no tienen acceso al crédito externo (pequeños o cuyos ingresos son en pesos).

- ✓ Situación de los depósitos: como resultado de las bajas tasas que ofrecía la banca local se observó una caída de los depósitos entre 1995 y 1996.
- ✓ Para ayudar a reducir los créditos *non performing* en la cartera de los bancos se transfirió parte de estos a la cartera del gobierno, otorgándole a los bancos, a cambio, bonos a 10 años en dólares.
- ✓ Sin embargo la relación entre la deuda en mora y el crédito total de los bancos comerciales fue aumentando entre 1994 y 1997 (pasó de 9% en 1994 a 16% en 1995, a 21% en 1996 y prácticamente a 30% en 1997). Hay además que considerar que estos números no incluyen los préstamos transferidos al Banco Central a cambio de bonos del gobierno y que gran proporción de deudores fue a la quiebra en ese período, así como también que los préstamos totales fueron disminuyendo.

Programa de ayuda al sistema bancario: La crisis dejó al sistema bancario en muy malas condiciones. En consecuencia el gobierno implementó un programa (administrado por FOBAPROA) que consistió en:

- 1- Proveer liquidez a los bancos (El banco de México abrió una ventana especial de créditos en dólares para los bancos mexicanos a altas tasas).
- 2- Absorción por parte del gobierno de una proporción de la cartera en mora (a cambio de bonos gubernamentales no transferibles a 10 años).
- 3- Capitalización de los bancos, administrado por PROCAPTE.
- 4- Permitir a los deudores cierta capacidad de pago. Para esto se estableció una nueva denominación de los préstamos, basada en el índice de precios al consumidor y llamada UDI. El gobierno absorbió los costos y riesgos de esta transformación de denominación.

Programas de estabilización: se implementaron dos programas de estabilización pos crisis. Los mismos apuntaban a reducir el déficit de la cuenta corriente, tratar de controlar la inflación y evitar la quiebra del sistema bancario. Recibieron ayuda financiera desde exterior, tanto de instituciones financieras internacionales, como de EE.UU. y del Canadá, que desembolsaron un monto de U\$S 52 mil millones en los dos primeros meses de 1995. En los hechos sólo la mitad fue utilizado y el tamaño del monto fue principalmente fundamentado en la necesidad de enviar un mensaje contundente a los mercados. Esa mitad fue utilizada para respaldar los Tesobonos, refinanciar a los bancos comerciales con deuda denominada en divisas y aumentar el nivel de reservas.

- ✓ Se impusieron limitaciones al libre mercado (controles de cambio, nacionalización de los bancos y requerimientos de licencias para importar, entre otros).
- ✓ Luego del segundo programa de estabilización, se redujo la tasa de interés, que cayó a 40 puntos en junio de 1995.
- ✓ Los tesobonos se redujeron a U\$S 8,9 mil millones en julio del 95 y fueron completamente eliminados en febrero de 1996.
- ✓ Para disminuir el costo y alargar la *maturity* de la deuda pública, el gobierno aceleró los pagos. En agosto de 1996 se devolvieron U\$S 7 mil millones a los EE.UU. Y en abril de 1997 retornaron U\$S 3,7mil millones al FMI. En 1996 y 1997 la deuda externa pública total en dólares disminuyó, como porcentaje del PIB.

La situación posterior a la crisis

- ✓ A pesar de que la recesión fue corta y el producto se recuperó en 1996, el problema bancario persistió, dada la elevada relación entre la deuda en mora y la deuda total, y la disminución del financiamiento vía bancos.

Rusia

Antecedentes: años 1995 y 1996

- ✓ En 1995 se lanzó un nuevo plan de estabilización para disminuir la velocidad de la depreciación del rublo y bajar la inflación que ya era de tres dígitos.⁵⁵ Las medidas tomadas se centraron en un fuerte control de la tasa de crecimiento de la oferta monetaria.
- ✓ En abril de ese año se cambió la ley del Banco Central, prohibiéndole prestarle directamente al gobierno. En julio el Banco Central estableció un régimen de bandas para el tipo de cambio, el que iría modificándose en los siguientes tres años.
- ✓ La situación política interna impedía la discusión del tema fiscal, en especial lo relativo a la reforma impositiva pendiente.⁵⁶ El tema fiscal era una cuestión clave, ya que el déficit del gobierno ascendía 4,5% del PIB.
- ✓ Las necesidades de financiamiento aumentaron y fueron cubiertas con emisión de deuda (GKO y OFZ) y con préstamos de organismos internacionales. EL total de deuda pública alcanzaba el equivalente a 51% del PIB en 1995.⁵⁷
- ✓ El plan de estabilización se comenzó a implementar en un contexto en el que las condiciones institucionales no ayudaban a atraer inversión extranjera directa: no había una clara protección de los derechos de propiedad, no se respetaban los derechos de los accionistas de empresas y los mecanismos de quiebra no funcionaban.
- ✓ En abril de 1996 la Federación Rusa comenzó la renegociación de la deuda heredada de la antigua Unión Soviética, lo que restauró parcialmente la confianza de los inversores. El gobierno emitió un Eurobond por un valor nominal de mil millones de dólares. Mientras tanto se siguieron emitiendo GKO y OFZ.⁵⁸
- ✓ A partir de este momento se permitió la compra de bonos emitidos por el gobierno ruso a los no-residentes. Estos instrumentos se convirtieron entonces en un canal importante de entradas de capital. La deuda pública externa creció casi un 24% entre 1995 y 1996.

⁵⁵ En 1994 había alcanzado un 224% y en 1995 promedió anualmente un 197.47%.

⁵⁶ Las luchas políticas internas en pos de las elecciones presidenciales del año siguiente acentuaban el manejo discrecional de los recursos públicos, ya que había áreas que no estaban controladas por el Tesoro en cuanto al manejo de sus fondos. De la misma manera la Duma (senado ruso) no aprobaba el proyecto de ley para la reforma impositiva propuesta por el gobierno.

⁵⁷ Los GKO son bonos cero cupón de corto plazo (similares a las T-Bill del tesoro estadounidense) emitidos por el gobierno y denominados en rublos. Salen al mercado a partir de 1993. Los OFZ que el gobierno ruso emite a partir de 1995 son bonos cero cupón con tasa variable, denominados en rublos y que tienen una *maturity* mayor a un año.

⁵⁸ En 1996 apareció una nueva variante de los OFZ con tasa fija para amortizar la deuda del Banco Central acumulada en el periodo 1992-94.

- ✓ Las variables fiscales siguieron mostrando un mal manejo de los recursos. El déficit había crecido a 6,9 puntos del producto.
- ✓ Hacia fin de año se observa una caída de los superávits de la cuenta corriente del balance de pagos.
- ✓ Los préstamos de organismos internacionales entre 1995-97 se usaron para amortizar deuda antigua y para mantener el régimen cambiario.
- ✓ El éxito del plan de estabilización cristalizó en una disminución de la tasa de variación de precios de la economía, aunque eso fue logrado a expensas de apreciación cambiaria y de la constante necesidad de entradas de capitales. Los datos reflejaban lo anterior: la inflación había caído a un 47,7% anual en este año, mientras que el ingreso de capitales pasó del equivalente a 3,6% del PIB en 1995 a 5,3% en 1996.

Gestación de la crisis: 1997

- ✓ Durante el primer semestre el balance comercial comenzaba a moverse hacia el equilibrio.⁵⁹ El superávit cayó un 45% con relación al registrado el año anterior.
- ✓ En tanto la inflación anual había caído desde valores de tres dígitos, registrados antes de 1995, a 14,7% en 1997, el producto se estaba recuperando lentamente. A diferencia de los años 1995 y 1996, la tasa de crecimiento del PIB fue positiva en 1997.
- ✓ En el mercado de trabajo los salarios reales estaban cayendo y sólo a un 40 % de la fuerza de trabajo se le pagaba en tiempo y forma.
- ✓ El petróleo, uno de los componentes de mayor peso en las exportaciones rusas, se vendía a 23 dólares el barril.
- ✓ La recaudación impositiva se mantenía baja, alimentando el ya alto déficit público.
- ✓ En cuanto a la política cambiaria, estaba vigente una banda cambiaria que mantenía al tipo de cambio oficial entre 5 y 6 rublos por dólar.
- ✓ El sistema bancario se caracterizaba por una gran proporción de pasivos denominados en moneda extranjera y activos mayormente consistentes en bonos del gobierno en rublos, generando un alto riesgo cambiario para el sector.
- ✓ En setiembre y octubre finalizaron las negociaciones por la deuda de la ex – URSS.
- ✓ Ya en noviembre la crisis asiática produjo un cambio en las expectativas de los inversores de los mercados emergentes (el flujo de capitales aumentó a 16,8% del PIB), e impactó en Rusia con un ataque especulativo sobre el rublo.

⁵⁹ La caída de los superávits de la balanza comercial se asocia a dos factores, una declinación en el valor de las exportaciones por la reducción del precio del petróleo, y un aumento de las importaciones por la apreciación cambiaria.

El Banco Central de Rusia defendió la moneda local y perdió 6 mil millones de dólares.

✓ Aumentó la dependencia del sector público y del sector financiero en relación con las entradas de capitales extranjeros, lo que frente a la creciente dificultad para obtener fondos en el exterior provocó un aumento del riesgo cambiario.

✓ El año terminó con un crecimiento modesto del PIB. Los precios del petróleo y de los metales no ferrosos comenzaron a declinar. Cerca de un 30% del stock de GKO's (bonos de corto plazo denominados en rublos, emitidos por el gobierno) se encuentra en manos de inversores no residentes.

El año crítico: 1998

✓ En febrero la Duma discutió una nueva ley impositiva. Se solicitaron recursos al Fondo Monetario Internacional (FMI).

✓ En marzo, en medio de la crisis política agudizada cuando Yeltsin decidiera reorganizar su gabinete desplazando al primer ministro, Rusia continuó con el pedido de fondos al FMI; el riesgo país se elevó a 690 puntos básicos.

✓ En abril se produjo un nuevo ataque especulativo contra el rublo. Se aprobó la designación de Kiriyenko como primer ministro.

✓ En mayo el CBR aumentó de 30 a 50 por ciento la tasa de préstamos y defendió el rublo con 1.000 millones de dólares, mientras que el gobierno ruso formulaba y anunciaba un plan anti-crisis: política fiscal contractiva y el compromiso de mantener el régimen cambiario.⁶⁰ Por el lado de las exportaciones, el precio del petróleo seguía descendiendo, incentivando a los oligarcas propietarios del gas y petróleo a demandar una devaluación con el objetivo de incrementar el valor de sus exportaciones.⁶¹ Enfrentado a esta situación, el FMI tomó distancia de Rusia sin haber arreglado un plan de austeridad.

✓ Para fines de mayo la tasa de préstamos interbancaria había sido incrementada a un 150% por el Banco Central.

✓ En junio, el balance en la cuenta corriente alcanzó un déficit de 5.700 millones de dólares. Las altas tasas de interés hacían prohibitivo el financiamiento interno del gobierno, situación que agravaba el cuadro de las cuentas fiscales (en el año 98 se registra una tasa nominal interbancaria promedio de 50,5%).

✓ En ese mismo mes el gobierno efectuó un canje de deuda en GKO's por Eurobonds por un valor de 4.400 millones de dólares. La deuda pública creció en el total del año a cifras equivalentes a 138 puntos del producto.

⁶⁰ CBR: Central Bank of the Russian Federation

⁶¹ El barril del petróleo de los Urales llegó a los 12 dólares. Hay que tener en cuenta que el petróleo y el gas representan un 80 % de las exportaciones rusas.

- ✓ Las estadísticas del sistema bancario mostraban un alto riesgo de insolvencia por varias razones:
- ✓ -gran exposición del sector bancario tanto en activos como en pasivos denominados en moneda extranjera,
- ✓ -los pasivos con el sector externo “on-balance” con una *maturity* menor a un año eran casi el doble de los activos,
- ✓ -la cartera de préstamos de los bancos consistía principalmente en créditos en moneda extranjera otorgados a agentes residentes con ingresos en rublos, y
- ✓ -una alta proporción de los activos consistía en bonos del gobierno.
- ✓ En julio finalmente el FMI aprobó un paquete de salvataje, con un desembolso de 17.000 mil millones de dólares. Participaban también el Banco Mundial y el gobierno de Japón. Además se incluían nuevas metas fiscales y reformas estructurales.
- ✓ La reticencia a devaluar la moneda era generalizada y justificada por el alto riesgo cambiario del sistema. En ese sentido los inversores extranjeros del mercado de GKO y Foz firmaron contratos *forward* con los bancos locales para cubrirse del riesgo cambiario ante una creciente posibilidad de una devaluación, lo que expuso aún más a los bancos.
- ✓ En agosto, los mercados rusos de acciones, bonos y divisas se debilitaron a causa de las expectativas de devaluación por parte de los inversores.
- ✓ En aquel mes Rusia amplió la banda de flotación del tipo de cambio, lo que implicó una depreciación de 33%, y declaró el *default* de su deuda interna y una moratoria por 90 días para el pago de la deuda externa privada.
- ✓ El sistema de pagos interbancario se paralizó por la desconfianza generalizada, lo que condujo a una paralización del sistema de pagos de la economía.
- ✓ En septiembre se pasó a un régimen de tipo de cambio flotante. El tipo de cambio promedio de 1998 fue de 9,71 rublos por dólar, lo que equivale a una depreciación del 68% respecto al año anterior. En este contexto los 20 mayores bancos de Rusia dejaron de operar o no pagaron sus deudas, incluyendo el mayor banco minorista, el SBS Agro.⁶² Comenzó un proceso de fusiones entre bancos como respuesta a la crisis.
- ✓ La inflación mensual alcanzó un 38% y provocó una caída estrepitosa de los salarios reales (en una economía sin mecanismos de indexación).
- ✓ El contexto político era de alta incertidumbre: la salud de Yeltsin no se veía bien y se sucedieron varios cambios de primer ministro.⁶³
- ✓ El año 1998 terminó con una caída en el producto. La tasa de crecimiento del PIB fue de -4,9%.

⁶² Los bancos poseían en su activo gran cantidad de GKO y tenían una gran exposición en contratos futuros en moneda extranjera.

⁶³ Finalmente la Duma aprobó (y presionó para ello) la designación de Primakov como Primer Ministro.

✓ Se creó una agencia de reestructuración bancaria: ARCO, con el apoyo de los organismos internacionales de crédito.⁶⁴ Sus funciones eran: ayudar a bancos insolventes en el proceso de quiebra, inyectar liquidez en los rescatables, asistir a los bancos en el proceso de reestructuración de sus deudas y en el saneamiento de sus activos.

Post crisis: 1999-2001

✓ En 1999 se evidenció una rápida sustitución de importaciones por el cambio de precios relativos y un ajuste en el balance comercial, que comenzó a mostrar un superávit creciente, consecuencia tanto del nuevo tipo de cambio más favorable a los exportadores como de la caída de las importaciones. Vale aclarar que los costos laborales y de los productos no transables no siguieron el aumento de los precios de las importaciones.

✓ El producto empezó a recuperarse y la inflación disminuyó.

✓ La recaudación fiscal se recuperó casi a niveles pre-crisis. El déficit fiscal de 1999 mostró un valor menor aún que el registrado en 1995.

✓ Surgió como prioridad en la agenda política la reforma impositiva, la que resultó finalmente aprobada.

✓ Se evidenció suficiente consenso político entre los dirigentes y los legisladores y entre los diferentes partidos, contribuyendo a aplicar las reformas necesarias para la coyuntura.

✓ En mayo se firmó un acuerdo con el FMI, no en pos de nuevo crédito sino para consensuar los términos de la reestructuración de la deuda externa.

✓ El tipo de cambio y el nivel de reservas extranjeras en el CBR terminaron estabilizándose, a lo que contribuyó la mejora de los precios internacionales del petróleo. Como resultado se experimentan superávits sucesivos en la cuenta corriente. La misma alcanza un excedente del orden de los 2,46 puntos del producto en 2000 y de 3,05 puntos en 2001.

✓ Se produjo una clara recuperación del PIB (con un crecimiento de 5,4% en 1999), junto con una creciente demanda interna.

✓ Mejoró la recaudación fiscal y aparecieron superávits presupuestarios. El gobierno estuvo en condiciones de recomprar parte de su deuda. A su vez en el año 2000 se reestructuró la deuda de la era soviética con el Club de París y con el Club de Londres.

✓ Comenzó la reforma del sector bancario con la aprobación de una nueva ley: los requerimientos de reservas fueron relajados y los bancos recibieron asistencia de liquidez de mayor plazo.

✓ Se aplicaron reformas que junto con la impositiva estaban destinadas a mejorar las condiciones para invertir en Rusia. Se aprobó, por ejemplo, una

⁶⁴ Agency for the Restructuring of Credit Organizations.

nueva ley de propiedad de la tierra, de protección contra la expropiación pública y para los tenedores de acciones.

✓ El país comenzó a reinsertarse en los mercados de capitales y en el comercio internacional.

Turquía

El contexto anterior a la crisis: 1990-1999

✓ La economía se caracterizaba por la existencia de alta inflación (la tasa de variación de los precios nominales promedio de la década estuvo cerca del 75 % anual) y por desequilibrios fiscales originados en especial en el elevado endeudamiento del sector público.⁶⁵ El déficit fiscal promedio entre los años 1994 y 1998 superó los 6 puntos del PIB. Por su parte, mientras el pago de intereses representaba el 12,2% del gasto en 1995, para 1998 esa participación equivalía a 36,8%. Existía además una alta volatilidad de las variables reales como el PIB, la inversión en capital fijo, y también de las tasas de interés reales y el flujo de capitales.

✓ El sistema financiero estaba caracterizado por su fragilidad y por un leve desarrollo de los instrumentos financieros.

✓ El sistema bancario estaba conformado por bancos estatales y privados y por un fondo (SDIF) encargado de manejar bancos en situaciones de insolvencia.⁶⁶ Los bancos estatales fueron una gran fuente de inestabilidad en el sector durante esta época debido a su mala administración y por su fuente de financiamiento. Este se basó en la colocación de instrumentos en el mercado interno a muy corto plazo y con un costo muy alto en términos de tasa de interés. Por su parte, los bancos privados también se convirtieron en una fuente de recursos para el gobierno, lo que provocó el desplazamiento del sector privado del acceso al crédito bancario.

✓ A principios de la década se llevó adelante un proceso de liberalización financiera a través de la aplicación de legislación en la materia.

✓ Hacia 1999, la razón “deuda pública/PIB” era excesivamente alta, alcanzando el 53,5%. Además, las tasas de interés resultaban también elevadas (entre 1995 y 1999 las tasas nominales no cayeron del 70%).

✓ Una política fiscal laxa se conjugaba con un bajo nivel de presión tributaria, expresado en una pequeña base imponible fuertemente gravada.⁶⁷

✓ El sistema financiero era, hacia 1999, extremadamente frágil y descapitalizado, compuesto por bancos estatales y privados.⁶⁸ El ahorro del

⁶⁵ Durante la primera mitad de la década por elevados déficit primarios, y durante la segunda por la gran proporción de intereses de la deuda que debían pagarse.

⁶⁶ El Savings Deposit Insurance Fund.

⁶⁷ Incluyendo sobreempleo en el sector público, empresas públicas ineficientes, un sistema de seguridad social generador de altos déficit corrientes e inversiones públicas costosas e improductivas.

público estaba canalizado a través de instrumentos de muy corto plazo, lo que aumentaba el descalce de plazos entre los activos y pasivos bancarios.⁶⁹

- ✓ Se podía hablar de recesión económica en un contexto de alta inflación.
- ✓ En diciembre de 1999 se comenzó a aplicar un plan de estabilización, a instancias del FMI, cuyos principales elementos fueron:
 - ✓ -fijación del tipo de cambio como ancla nominal de los precios en la economía,⁷⁰
 - ✓ -política fiscal restrictiva,
 - ✓ -política monetaria casi por entero desprovista de discrecionalidad (una “cuasi caja de conversión”),
 - ✓ -el Banco Central de Turquía se comprometió a no realizar operaciones de esterilización en el mercado cambiario,⁷¹
 - ✓ -se lanzó un paquete de reformas estructurales.

Logros y fracasos: el año 2000

✓ En este año se comienzan a ver los primeros efectos del plan de estabilización:

*Se alcanzan los objetivos en cuanto a tipo de cambio nominal, déficit primario y activos internos netos,

*La inflación disminuye rápidamente al principio, pero luego no lo hace tan rápido y no se cumple el objetivo preestablecido.

*Se verifica una gran caída de las tasas de interés, las que igualmente se mantenían altas con respecto a otras economías emergentes. Esto atraía cierto flujo de entradas de capitales al país.

*Aumenta la liquidez del sistema bancario, y también los depósitos en dólares.⁷² El monto en dólares de los depósitos creció desde un valor de 14.896 millones en 1999 a 17.072 millones en el 2000.

*Muchos bancos adquieren bonos del gobierno, que habían reducido su prima de riesgo por las políticas aplicadas. La tenencia de estos bonos representaba una ganancia de capital para los bancos, que entonces pudieron aumentar los créditos, promoviendo el consumo y la inversión.

⁶⁸ En 1999 los bancos estatales tenían un 40% de los depósitos y en un 26% de los créditos del sistema.

⁶⁹ Los ingresos por arbitraje constituían la fuente de financiamiento principal de los bancos turcos.

⁷⁰ El tipo de cambio nominal estaba fijado en relación con una canasta compuesta por el dólar estadounidense y el euro. La elección de estas divisas se corresponde con la estructura de comercio exterior de Turquía, cuyas importaciones provienen en su mayoría de Estados Unidos y sus exportaciones se dirigen al mercado europeo.

⁷¹ De esta manera el equilibrio macroeconómico quedaba sujeto a las variaciones de la tasa de interés, y la liquidez del sistema atada a los flujos de capital.

⁷² Estos últimos en términos absolutos y como proporción de los depósitos totales.

*El déficit comercial aumenta debido al crecimiento de las importaciones (sostenidas por una recuperación de la demanda interna), mientras que las exportaciones se mantienen estables a pesar de la apreciación cambiaria.⁷³ Las importaciones alcanzaron un valor de U\$S 53.131 millones en el 2000, es decir, U\$S 13.805 millones más que en 1999. En cambio, las exportaciones sólo crecieron en U\$S 1.879 millones en ese mismo período.

*Después de una caída del orden de los 5 puntos experimentada en 1999, el PIB retorna al crecimiento y alcanza en el 2000 una tasa anual de 7,22%.

*Las reformas pactadas con FMI en el sector financiero no se realizan, como tampoco privatizaciones ni nuevas medidas regulatorias para los bancos.

✓ Sin embargo, a partir de septiembre se comienzan a vislumbrar algunos signos negativos en la economía: mientras los flujos de capitales se revierten no hay cumplimiento de los objetivos de inflación y existen altos déficit comerciales mensuales. Además se presentan claras dificultades para llevar adelante las privatizaciones y crecientes irregularidades en el sistema bancario. En este contexto se producen shocks externos adversos: una suba del tipo de interés por parte de la Reserva Federal de Estados Unidos en 100 puntos básicos, el aumento de los precios del petróleo y la revalorización del dólar frente al euro.

✓ En noviembre se produce una huida de capitales, lo que induce una caída de casi 20% en las reservas internacionales del Banco Central de Turquía (BCT). Los bancos locales salen al mercado a vender bonos del gobierno para reducir su riesgo cambiario, lo cual provoca una crisis de liquidez, agravada por el comportamiento de los bancos extranjeros que cortan el crédito a los bancos locales, y una estrepitosa caída del precio de los bonos, con la consecuente suba de las tasas de interés.

✓ Finalmente, para diciembre, la política del BCT que sostuvo el tipo de cambio permitió frenar la salida de capitales pero sin bajar las tasas de interés ni la tasa interbancaria. Se cerró un nuevo acuerdo con el FMI, lo que implicó nuevos compromisos en cuanto a reformas y objetivos en materia de política fiscal y monetaria.⁷⁴ Una consecuencia de la crisis de liquidez de noviembre fue la gran salida de inversores del mercado turco y la pérdida de credibilidad de las autoridades monetarias.

⁷³ El petróleo es uno de los insumos que mayor proporción ocupa en las importaciones turcas, y para esta época el precio del barril estaba aumentando.

⁷⁴ El FMI prestó ayuda a Turquía por casi 10.000 millones de dólares. Muchos fueron a satisfacer la demanda del mercado de dólares y a reconstituir las reservas del BCT. Una de las condiciones del préstamo era que los fondos debían utilizarse ante un ataque especulativo contra la moneda turca, por lo que finalmente el préstamo que Turquía tenía disponible no fue de real ayuda en este contexto.

La economía post-recesión: el año 2001

- ✓ En enero se observa una recuperación del nivel de reservas del Banco Central; las tasas de interés caen, las importaciones disminuyen en volumen (en consonancia con la caída de la demanda), la inflación se desacelera. Los capitales extranjeros se invertían a muy corto plazo, la deuda de corto plazo de Turquía alcanzaba un nivel equivalente a casi 100% de las reservas. El sistema bancario seguía con su política de “gambling for survival”
- ✓ En febrero, crecen las dudas acerca de la sustentabilidad del programa: las tasas de interés vuelven a aumentar para las emisiones de bonos del BCT (llegando a valores de tres dígitos).
- ✓ En este contexto se comienza a dudar acerca de la sustentabilidad de la deuda pública y de los bancos que poseían bonos del gobierno en sus portafolios.
- ✓ A pesar de los aumentos de la tasa de interés no se puede frenar la salida de capitales lo que da lugar a una fuerte restricción de liquidez.
- ✓ Finalmente y en el mismo mes de febrero, se abandona el régimen cambiario, dejando flotar la moneda (la que pierde un tercio de su valor respecto al dólar en un día, y la mitad de su valor, en promedio, contra las divisas más importantes). A su vez se paraliza el sistema de pagos y el sistema bancario ingresa en una situación caótica debido a un extensivo desapalancamiento cambiario y de *maturities*.
- ✓ El PIB cae y aumenta la deuda pública, tanto por el aumento de los intereses de la deuda como por los costos de reestructuración del sistema bancario.⁷⁵
- ✓ En mayo se firma un nuevo acuerdo con el Fondo, estableciendo nuevos objetivos macroeconómicos y la prioridad de ciertas reformas.
- ✓ Hacia fin de año el Banco Central había perdido cerca de 6.000 millones de dólares de sus reservas internacionales. El flujo neto de capitales terminó con signo negativo. Los objetivos de inflación y de tasas de interés se alcanzaron mientras que lo contrario sucedió con el crecimiento. El tipo de cambio experimentó un “overshooting” bajo presiones especulativas. El problema fiscal se agravó, lo que acrecentó la desconfianza de los inversores. Gracias a la posición geopolítica de Turquía, el FMI siguió dándole ayuda financiera.
- ✓ La estabilización llegó con un proceso deflacionario. Se observó una gran reducción de las importaciones, mientras que las exportaciones se mantenían estables, con una fuerte restricción de crédito y un gran stock de deuda externa por afrontar.
- ✓ El sistema bancario fue sometido a una profunda reestructuración, lo que implicó el cierre de algunos bancos y la toma del manejo por parte del Savings Deposit Insurance Fund (SDIF).

⁷⁵ Recordemos que los bancos turcos tenían largas posiciones “short”, lo que constituyó uno de los factores causales de la crisis en el sistema bancario luego de la depreciación.

Anexo II

Programas de reestructuración bancaria: el caso de México

Desde comienzos de 1995 las autoridades monetarias mexicanas, trabajando en conjunto con los bancos, implementaron un paquete de asistencia tanto para el sistema financiero como para la economía real a través del llamado FONdo BANCario para la PROtección de los Ahorros (FOBAPROA). Los programas de auxilio fueron los siguientes:

1. Facilidades de Liquidez en Dólares

La devaluación del peso erosionó la confianza en el sistema financiero mexicano, por lo que los bancos encontraron dificultades para refinanciar sus obligaciones externas, como los Certificados de Depósitos en el exterior, denominados en dólares. Con el objeto de detener y eventualmente revertir la corrida contra este tipo de obligaciones, el Banco de México otorgó préstamos en dólares a los bancos comerciales para que puedan afrontar todas las obligaciones externas en los plazos convenidos. La alta tasa de interés cobrada a los bancos comerciales por estos préstamos funcionó como un fuerte incentivo para que estos cancelaran sus obligaciones en el menor plazo posible y también para que explorasen fuentes alternativas de financiamiento, menos costosas. A su vez, se estableció como incentivo a la devolución anticipada un descuento en la tasa de interés en esos casos.

El programa fue exitoso. Diecisiete bancos comerciales fueron beneficiados. En abril de 1995 el crédito pendiente concedido por este programa ascendía a U\$S 3.900 millones. En setiembre de ese año, todos los bancos habían cancelado completamente esas obligaciones, aprovechando el renovado acceso al mercado internacional de capitales.

2. PROCAPTE, PROgrama de CAPITALización TEMPoraria

La depreciación del peso aumentó el valor en moneda nacional de los préstamos bancarios denominados en moneda extranjera y, por ende, la relación “capital/activos” cayó por debajo de los mínimos estipulados. Además, los requerimientos preventivos sobre las reservas de los bancos promulgados en febrero de 1995 significaron para muchos de ellos necesidades adicionales de capital.

El programa consistió en que FOBAPROA, con fondos del Banco Central, compró instrumentos subordinados de deuda emitidos por aquellos bancos comerciales que tenían una relación “capital/activos” inferior a 8%. Estas obligaciones deberían ser compulsivamente convertibles en capital después de 5 años. Para regular la expansión del crédito interno, los bancos comerciales debían depositar los fondos obtenidos en el Banco Central.

Este programa permitió comprar un valioso tiempo a los bancos para obtener capital fresco y pagar sus obligaciones con FOBAPROA. No obstante, debido

a que FOBAPROA se transformaba en un importante tenedor de deuda de muchos bancos, al cambiar la relación “acciones/deuda” en el capital de los bancos, los accionistas veían licuada su participación en el capital. En estos casos, FOBAPROA se transformaba en un accionista temporario para inmediatamente buscar nuevos y adecuados accionistas. Nuevamente, este sistema funcionó en la práctica también como incentivo para que los bancos comerciales hicieran su propio esfuerzo por capitalizarse y no necesitaran este programa. Cinco bancos comerciales obtuvieron soporte de PROCAPTE, tres de los cuales ya habían recomprado el 100% de su deuda subordinada a fines de 1996.

3. UDI, Unidad de Inversión

Altas tasas de inflación causan serios problemas en la economía, particularmente cuando previamente ha habido estabilidad de precios durante un largo período. Uno de esos problemas es la acelerada depreciación de los créditos denominados en pesos en términos reales. Para compensar a los acreedores, altas tasas de interés eran cobradas a los deudores mexicanos.

Para mediar en este conflicto entre deudores y acreedores y a la vez contener el alza de las tasas de interés, las autoridades cambiaron la unidad de cuenta de los préstamos por el UDI, que protegía a los créditos otorgados en pesos de la depreciación acelerada pues permitiría valuarlos a valores constantes en términos reales –tanto para el capital como para los intereses-, debido a que el UDI reflejaba el comportamiento diario del índice de precios al consumidor.

Esta reestructuración implicaba riesgos compartidos. Los bancos comerciales soportaban el riesgo de sus carteras de crédito y el gobierno, a través de FOBAPROA, soportaba el riesgo de la tasa de interés que surgía de la conversión de los créditos de pesos a UDIs.

El mecanismo de la reestructuración fue el siguiente. Los bancos transferían sus carteras de crédito a fideicomisos administrados por ellos mismos, los que los convertían, redenominándolos en UDIs. Para ello, los fideicomisos tomaban a su vez préstamos del gobierno en UDIs. Por su parte, los bancos comerciales recibían, a cambio de sus carteras de crédito, bonos emitidos por el gobierno.

De este modo, las carteras de los bancos comerciales denominadas en pesos estaban calzadas con activos en la misma denominación. El balance del gobierno se cerraba con obligaciones denominadas en pesos -los bonos adquiridos por los bancos comerciales- y activos denominados en UDIs, los préstamos otorgados a los fideicomisos. En consecuencia, el gobierno asumía el riesgo implícito en el hecho de que la tasa de interés de sus préstamos en UDIs fuera menor a la tasa de interés que el gobierno pagaba por los bonos. Debido a que la maduración de los préstamos reestructurados en UDIs era de mediano y largo plazo, el posible costo fiscal fue repartido en varios años.

4. Programa de Capitalización Permanente

La antigua legislación protectora de la banca nacional mexicana fue removida y los requisitos para la radicación del capital extranjero en el sistema financiero (muchos de ellos incluidos con anterioridad a la crisis), fueron ampliamente relajados, aunque no liberalizados totalmente.

A fines de 1996, tres bancos de tamaño mediano eran ya controlados por grandes bancos internacionales, y dos grandes bancos y otro mediano incorporaron a bancos extranjeros como socios en la propiedad del capital. No obstante, la nueva ley prohibió que un banco controlado en 100% por capital extranjero posea el 6% o más del capital total del sistema financiero mexicano. A fines de 1996, esta ley hizo que la banca extranjera no pudiera participar en la propiedad de los tres bancos mexicanos más grandes.

En segundo lugar, FOBAPROA generó un sistema de incentivos para la capitalización de la banca, al ofrecer adquirir una fracción de la cartera de créditos de los bancos en una proporción de 2 a 1 del nuevo capital aportado por accionistas. A cambio de este portafolio los bancos debían comprar bonos de largo plazo soportando tasas de interés de mercado y manteniendo la responsabilidad de administrar dichos portafolios.

Este mecanismo indujo a doce bancos a participar en el programa, incrementando su capital en 158% con respecto a los niveles de diciembre de 1994.

5. Programas de Auxilio a Deudores

Concesionarios de peaje. El alza de las tasas de interés y la recesión incrementaron substancialmente los servicios de la deuda de los concesionarios a la vez que disminuyeron el tráfico por las autopistas. En consecuencia, el gobierno introdujo un programa para reestructurar la deuda de los concesionarios.

En primer lugar, el gobierno, los bancos y los concesionarios establecieron un nivel sustentable de deuda en función de la actividad económica de los diferentes concesionarios. Luego, el gobierno absorbió el resto de la deuda que no era consistente con la actividad.

6. ADE, Acuerdo de apoyo inmediato a los Deudores de la Banca

Este vasto programa de alivio para deudores estuvo dirigido a deudas de consumidores, tarjetas de crédito, pequeños negocios, agricultores y deudores hipotecarios. El programa tenía por objeto tanto reducir el riesgo sistémico de la banca como incentivar la recuperación de la economía real al mitigar los efectos de la suba de tasas de interés y la caída de la actividad económica. El programa reestructuró deudas y fomentó prácticas de pago responsables –y factibles- mediante disminuciones de tasas de interés y una tregua legal para los deudores.

Los principales instrumentos financieros del programa fueron el establecimiento de un tope a las tasas de interés de los préstamos durante un período cierto (1 de septiembre de 1995 hasta 1 de septiembre de 1996) y la reestructuración de los préstamos hipotecarios mediante su conversión en UDIs. Si la diferencia entre la tasa de interés de referencia de mercado y la tasa máxima impuesta en cada caso, variable según el tipo de préstamo, alcanzaba hasta 16%, entonces esta diferencia era absorbida por el gobierno. Si la diferencia de tasas era mayor a 16%, la mitad del remanente era absorbido por los bancos comerciales.

La operación fue exitosa en el alivio de las deudas de un gran número de deudores, y el costo del programa fue menor al esperado, debido a que la diferencia de tasas fue menor a la estimada inicialmente.

7. Programa de Beneficios Adicionales a los Deudores de Créditos para Vivienda

Este programa fue lanzado en mayo de 1996. Su objetivo fue aliviar la carga sobre los deudores hipotecarios, acosados por la suba de tasas de interés y por la reducción de su poder de compra.

Debido a la recesión, el valor de las propiedades cayó, en muchos casos por debajo del valor residual de los préstamos hipotecarios, circunstancia que desincentivó a los deudores a seguir pagando sus hipotecas. Para evitar un *default* masivo, se diseñaron diversos instrumentos:

a) un descuento de 30% en los pagos adeudados en 1996, descuento que iría declinando hasta 5% en 2005 y que sería aplicable sólo a los primeros 500.000 UDIs del préstamo total;

b) una ampliación del monto permitido para ser reestructurado en UDIs, que aumentó desde un total de 43.000 millones de UDIs hasta 100.000 millones (aproximadamente U\$S 22,3 mil millones al tipo de cambio de mediados de enero de 1997).

c) Para aquellos deudores que, pese al beneficio indicado en el punto (a), no pudieran afrontar el pago mensual de la hipoteca, se estableció un techo máximo para el pago, equivalente a un alquiler. En este esquema, el deudor entrega la propiedad de la hipoteca al 100%, pero conserva la opción (*call option*) a recomprarla.

d) El gobierno se haría cargo frente a los bancos de la diferencia del pago completo de la hipoteca y el pago del deudor, o bien en efectivo o bien en créditos a 5 años, afrontando la tasa de interés de las CETES (letras del tesoro mexicano) a 91 días.

8. FINAPE, acuerdo para el FINANCIAMIENTO del sector Agropecuario y PEsquero

Este programa de reestructuración de deudas, que fue lanzado en julio de 1996, estableció descuentos de hasta 40%, dependiendo del monto remanente del préstamo. Aquí también el costo fue compartido por el gobierno y los bancos. Sin embargo, como el objetivo fue inyectar nuevos fondos en el sector agropecuario, el monto del costo absorbido por el gobierno guardó una relación directa con el monto de nuevos créditos que cada banco comercial ofreciera al agro.

9. FOPYME, acuerdo de apoyo financiero y Fomento a la micro, Pequeña Y Mediana Empresa

Nuevamente, el gobierno ofreció descuentos variables en un rango de entre 17% y 30% para los deudores pymes. Para ser elegibles, los montos de los créditos no debían superar un monto máximo, ni una fecha de escrituración de sus contratos: fin de julio de 1996. Los bancos se comprometieron a mantener esas líneas de crédito en términos reales como mínimo por 3 años.

10. Otras medidas

I. En marzo de 1996 fue creada VVA, agencia de Valuación y Venta de Activos, cuya misión fue vender los activos de FOBAPROA, generando mercados secundarios para los instrumentos de deuda originados en los activos adquiridos a los bancos y otros activos financieros y no financieros.

II. Reformas en el marco regulatorio de Sistema Financiero

- a. Se establecieron mejoras en los procedimientos y en la metodología de supervisión del sistema financiero, ajustándolo a estándares internacionales.
- b. Fueron establecidos más estrictos criterios contables para los balances de los bancos, similares a los vigentes en esa época en EE.UU..
- c. Se fijaron mayores exigencias sobre las provisiones de los bancos. El límite a provisionar quedó establecido en el 60% de la cartera en mora o el 4% del valor total de la cartera, el que fuera mayor.
- d. Fueron establecidas nuevas metodologías de calificación de los portafolios de préstamos, límites más estrictos relacionados con los intereses de los créditos y nuevas reglas de capitalización siguiendo los criterios de Basilea.

Costos Estimados de los Programas

Programa	Costo total	% PIB
VPN, \$ MÉX millon		
UDIs	21.600	0,9
ADE	4.300	0,2
FOBAPROA	70.500	2,8
Esquemas de capitaliza	39.000	1,6
Peajes	26.100	1,0
Hipotecas	27.200	1,1
FINAPE	14.200	0,6
FOPYME	7.400	0,3
Total	210.300	8,5

Fuente: SHCP, México, *Criterios Generales de Política Económica para 1997.*

El CESPA (Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina) fue creado en 2001 por el Rector de la Universidad de Buenos Aires, como parte integrante del Instituto de Investigaciones Económicas de la Facultad de Ciencias Económicas. Su propósito consiste en realizar estudios e investigaciones sobre la economía argentina, con el objeto de contribuir al conocimiento de su situación real y sus perspectivas de mediano plazo. Su director es Jorge Schvarzer.