

LIBERALIZACIÓN FINANCIERA, ESPECULACIÓN Y CRISIS BANCARIAS

Luis MIOTTI et Dominique PLIHON*

Resumen

Las dificultades bancarias y las inestabilidades financieras recientes que han golpeado a la mayor parte de los países miembros del Fondo Monetario Internacional (F.M.I), pueden ser explicadas, en su mayor medida, por los comportamientos especulativos inducidos por las liberaciones financieras.

Abstract

The banking difficulties and the recent financial instability that have affected most of the member countries of the International Monetary Fund (I.M.F) may be explained, for most of the parts, by the speculative behaviors induced by the financial liberalization.

* Traducción Carlos G. Alvarez H. Dpt. De Economía Universidad Nacional - Medellín

INTRODUCCIÓN.

El ascenso de la inestabilidad financiera es uno de los hechos notables del período reciente. Las crisis bancarias son la forma más espectacular de esta inestabilidad.

Los datos disponibles son elocuentes: dos terceras partes de los países miembros del FMI han sido golpeados por crisis bancarias graves que han implicado pérdidas acumuladas superiores a los 250 millardos de dólares (Honohan, 1997); por lo demás, más de 130 países, o sea las tres cuartas partes de los miembros del FMI, han conocido dificultades bancarias significativas (Lindgren, Garcia, Saal, 1996). Los países emergentes de Asia y América Latina han sido tocados muy particularmente por estas crisis bancarias cuyos costos han sido casi siempre muy considerables. Es así como los costos a largo plazo para los contribuyentes mexicanos del salvamento

de sus bancos, tras la crisis del peso de 1994-95, se ha estimado en el 15% del PIB. En Venezuela el costo de la crisis bancaria se ha estimado igualmente en el 15% del mismo PIB. A manera de comparación, el costo de la crisis de las cajas de ahorro norteamericana a finales de los años ochentas representó un 3.5% del mismo indicador; en fin, para los países escandinavos sus crisis bancarias de 1991-92 representaron pérdidas entre el 5 y el 7% del mismo PIB.

En los últimos años se han producido importantes avances en la comprensión de estas crisis, en virtud a trabajos empíricos muy documentados, algunos de los cuales los han adelantado economistas del FMI.

Estos trabajos muestran, en particular, la existencia de una relación entre las crisis bancarias y financieras y las políticas de liberalización financiera, con fre-

cuencia muy radicales, adelantadas en los países emergentes. Se muestra igualmente en estos trabajos que las dificultades bancarias están en el corazón de las crisis económicas y financieras recientes de los países emergentes.

La mayoría de estos análisis, de naturaleza macroeconómica, resaltan dos tipos de explicaciones a las crisis bancarias: de un lado, la liberalización financiera torna los bancos más vulnerables a los choques macroeconómicos y, por otro lado, la fragilidad financiera de éstos sería agravada por lo inadecuado de las políticas públicas y por la insuficiencia de los mecanismos de supervisión, particularmente manifiestos en los países emergentes. Parece, sin embargo que tales explicaciones, sin ser cuestionables, no permiten explicar totalmente las profundas razones que llevan a los bancos a tornarse en un factor significativo de inestabilidad.

El propósito de esta nota es, avanzando sobre trabajos recientes, procurar llenar esta laguna. Nuestra hipótesis central es que las dificultades bancarias que están en el centro de las crisis se pueden explicar, en gran medida, por los comportamientos especulativos inducidos por la liberalización financiera por parte de los bancos.

La segunda sección de este trabajo presenta un examen de la literatura reciente sobre la explicación de las crisis bancarias en los países emergentes. La tercera sección propone el marco analítico que funda nuestra interpretación. La cuarta y quinta secciones presentan, respectivamente, los hechos estilizados y las pruebas empíricas, que a propósito de las crisis bancarias en Argentina y Corea, ilustran y permiten validar nuestra hipótesis.

1. Los bancos en el centro de la inestabilidad financiera en los países emergentes: revisión de la literatura reciente.

Las crisis bancarias de los países emergentes han suscitado numerosos trabajos. Dos resultados emergen de estos análisis. En primer lugar, aparece claramente que el proceso de liberalización financiera (LF), adelantado en la casi totalidad de los países hace unos 20 años, constituye la causa común de la mayoría de las crisis bancarias y financieras.

En segundo lugar, las crisis bancarias están ligadas íntimamente a las crisis financieras y cambiarias, en particular en los países emergentes. Estos dos resultados, que constituyen hoy un gran consenso en la comunidad de economistas, muestran el papel central de los bancos en el proceso de inestabilidad financiera en los países emergentes en el transcurso del último decenio.

1.1 Las relaciones entre liberalización financiera y crisis bancarias.

Varios estudios empíricos, que examinan muestras de países relativamente representativos, han señalado que las crisis bancarias han estado generalmente precedidas de políticas de LF (Miotti et alii, 1998). Kaminski et Reinhart (1996) han efectuado en esta perspectiva un importante estudio empírico sobre 20 países de Asia, América Latina, Europa y Medio Oriente entre 1970 mediados de los noventa. Sus principales resultados, confirmados por trabajos ulteriores, son los siguientes: (1) las crisis bancarias eran raras y no tenían nexos con las crisis de las balanzas de pagos en el transcurso de los años setenta, período en el cual los mercados financieros estaban aún muy controlados; (2) posteriormente del movimiento general de liberalización financiera en el mundo, el número de cri-

sis bancarias se incrementó notablemente y, en la mayoría de los casos de crisis bancarias, éstas han sido precedidas por políticas de LF. En el mismo sentido Demirgürc-Kunt et Detragiache (1998), adelantaron un estudio sobre 53 países en el curso de los años 1980-1995, que les permite constatar que la liberalización aumenta la probabilidad de crisis bancaria.

Estos diferentes análisis emplean metodologías próximas: se construyen indicadores sintéticos de LF, en una primera etapa; más tarde se emplean modelos *probit* (ver más adelante) para efectuar regresiones de los indicadores de crisis bancarias sobre los indicadores de liberalizaciones desplazados en el tiempo; se encuentra que las medidas de liberalización permiten prever, de manera significativa, las crisis bancarias.

Las crisis bancarias pueden tomar formas diferen-

tes, más o menos graves. Dos casos muy importantes se han retenido por estudios recientes: (1) la existencia de un proceso de pánico bancario que condujo al cierre, fusión o toma de control por el sector público o por otras instituciones financieras (por ejemplo Argentina en 1980 y 1994, Tailandia en 1983, Venezuela en 1993); (2) en ausencia de pánicos bancarios, el cierre o la fusión de establecimientos con dificultades, lo mismo que la adecuación de planes de salvamento de bancos en gran escala (por ejemplo: Dinamarca en 1987, Finlandia y Suecia en 1991, México en 1992). El primer tipo de crisis se origina en problemas de recursos bancarios, agotados brutalmente por desconfianza de los depositantes. El segundo tipo de crisis, que corresponde al caso más frecuente, se origina en la calidad de los activos bancarios degradados fuertemente, al punto de comprometer la solvencia de los bancos implicados.

Trabajos efectuados por economistas del FMI han tratado de aislar indicadores avanzados ("early warning signals") de las crisis bancarias (Hardy, Pazarbasioglu, 1998; González-Hermosillo, 1999). Se muestra de una manera tautológica, que los bancos en dificultades son los que han acumulado préstamos de mala calidad ("non performing loans") y que se caracterizan también por una insuficiencia de fondos propios. Por lo demás, se muestra que un entorno macroeconómico desfavorable (crecimiento excesivo de la masa monetaria, desaceleración del crecimiento económico,...) favorece y permite prever las dificultades bancarias (Kaminski, 1998). Sin embargo, ninguna explicación se da sobre las razones que subyacen en la fragilidad de los bancos, ni sobre el papel de éstos en la degradación de la situación macroeconómica de los países que han sufrido crisis.

1.2. Las relaciones entre crisis bancarias y crisis

cambiarías y/o de las balanzas de pagos.

Un cierto número de trabajos, igualmente adelantados en el FMI, han aportado resultados muy instructivos sobre los lazos existentes entre crisis bancarias y crisis financieras en transcurso de las últimas décadas. Es así como, en el estudio ya citado, Kaminski y Reinhart (1996) encuentran que el 56% de las crisis bancarias han sido seguidas por crisis en la balanza de pagos en los tres años siguientes; este porcentaje es del 24% para encontrar una separación temporal de un año o menos entre las dos crisis, denominadas por los autores como "crisis gemelas". Kaminski y Reinhart no concluyen en la existencia de un nexo de causalidad unívoca entre las crisis bancarias y las de balanza de pagos a pesar de aparecer claramente que las primeras son anteriores, en la mayoría de los casos, a las últimas. Su conclusiones, apoyadas en un enfoque de hechos es-

tilizados, es que la condición gemelar de las crisis se explica más por la existencia de causas comunes, de las cuales la principal es la LF. El esquema explicativo propuesto es el siguiente: la LF estimula las entradas de capital, lo cual tiene dos tipos de consecuencias; (a) un aumento rápido de créditos bancarios y de la masa monetaria que favorece la inflación y el desarrollo de burbujas especulativas; (b) una revaluación que frena las exportaciones y hace más lento el crecimiento, generando un aumento del desempleo. Esta desfavorable evolución macroeconómica torna frágiles los agentes financieros y causa las quiebras bancarias; más tarde, con una cierta separación temporal, conduce a una pérdida de confianza de los no residentes, los cuales retiran brutalmente sus capitales, creando así las condiciones de una crisis cambiaria. Goldfajn y Valdés (1997) continúan el trabajo empírico de Kaminski y Reinhart dándole una interpretación teórica,

lo que permite precisar el papel de los bancos en el desarrollo de las crisis gemelas. Los bancos, por su función de intermediación de movimientos de capitales, constituyen el elemento motor de las crisis, produciendo dos tipos de efectos. De un lado, los bancos están en capacidad de amplificar las entradas de capitales. En tanto ofrecen activos líquidos, por su papel de transformación de pagos, los bancos aumentan la atracción de su actividad económica ante inversionistas extranjeros. En sentido contrario, los intermediarios bancarios pueden generar pánicos bancarios y suscitar salidas importantes de capitales, ampliando choques exógenos, los cuales, sin el papel catalizador del sistema bancario, no se traduciría de otro lado, en crisis de balanza de pagos. El modelo propuesto permite estudiar las interacciones de un lado entre la creación de liquidez por los bancos y los movimientos de capitales de otro. Esta interacción funciona en los

dos sentidos. La existencia de movimientos de desconfianza genera una demanda súbita de reservas, lo que entraña una devaluación de moneda de referencia, independientemente de la política presupuestal y fiscal del gobierno (ataques especulativos autorealizadores). En el otro sentido, una devaluación anticipada de la tasa de cambio vuelve más rentable los retiros también adelantados por parte de inversionistas extranjeros, lo cual acrecienta los riesgos de la crisis bancaria.

1.3 Crisis "gemelas" en Asia del Sudeste.

Este lazo estrecho entre crisis bancarias y crisis de balanza de pagos se ilustra en la tabla 1; se muestra que las salidas masivas de capitales, que fueron el origen de las crisis sufridas por los países del sudeste asiático entre 1996 y 1997, provenían esencialmente de capitales bancarios. Estos pasaron, para los cinco principales países referidos, de un saldo positivo de 55.5 millardos de dólares en 1996 a uno negativo de -21.3 millardos en 1997, o sea una variación de -76.3 millardos, lo que explica ampliamente el desplome de las monedas locales.

Tabla 1

El financiamiento exterior de cinco países asiáticos (a) us\$ millardos

	1996	1997	Variación 96-97
Capitales privados	93.0	-12.1	-105.1
Inversiones directas	7.0	7.2	0.2
Inversiones de portafolio	12.1	-11.6	-23.7
Capitales del sector bancario	55.5	-21.3	-76.8
Otras acreencias no bancarias	18.4	13.7	-4.7
Capitales públicos y oficiales	-0.2	27.2	27.4
Financiamiento exterior neto	92.8	15.2	-77.6

(a) Corea del sur, Indonesia, Malasia, Tailandia, Filipinas.

Fuente: Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Economies", Jan 1998.

2. Fundamentos microeconómicos de las dificultades bancarias.

Los trabajos que se han presentado se colocan al nivel macroeconómico y son, en su mayoría, de naturaleza empírica: estudian los encadenamientos macroeconómicos que conducen a las crisis bancarias y financieras. Estos análisis han tenido el mérito de mejorar nuestra comprensión de fenómenos de inestabilidad financiera en los países emergentes. Dos resultados emergen ahora claramente: de una parte, la liberalización de los años ochenta es la causa común de la mayoría de las crisis bancarias y financieras; de la otra, los bancos están en el centro del proceso de crisis.

Existe una cantidad más débil de estudios consagrados al análisis microeconómico de los comportamientos que originan las dificultades bancarias en los países emergentes en el contexto de la liberalización

financiera. Esta sección se inicia por una revisión de tales trabajos y muestra que éstos resaltan una causa común para explicar las dificultades bancarias: una toma de riesgos excesivos por parte de los bancos ligadas a un riesgo moral resultante del cambio de entorno creado por la LF. Mostramos los límites de este enfoque, lo que nos conduce a privilegiar otro, fundado en la hipótesis de un comportamiento especulativo de los bancos en un entorno financiero liberalizado.

2.1 Toma de riesgos excesivos por los bancos y "riesgo moral"*

Análisis recientes, empleando datos individuales, han buscado sintetizar las causas de las dificultades y a explicar, de manera particular, porqué ciertos bancos se mantuvieron en una buena posición, en tanto que otros pasan a una situación de desastre financiero, después del proceso

de LF. La principal conclusión de estos trabajos es que la LF otorga a los bancos más libertad para tomar riesgos. En este nuevo contexto, las dificultades bancarias resultan principalmente de políticas defectuosas de los bancos en lo relativo a la gestión de riesgos, lo que implica especialmente una degradación de la calidad de sus compromisos y una insuficiencia de sus fondos propios (González-Hermosillo, 1999). Tres estudios basados en datos individuales efectuados por Fisher, Guyie y Ortiz (1997) confirman la hipótesis según la cual los bancos aumentaron deliberadamente su exposición al riesgo tras la LF.

La explicación teórica que se propone a propósito de esta toma excesiva de riesgo por parte de los bancos reposa esencialmente en el argumento del "riesgo moral"*. El razonamiento es el siguiente: otorgándole a los bancos una mayor libertad de

acción, la LF aumenta las oportunidades de toma de riesgo. En principio, esta toma de riesgo suplementaria no es necesariamente mala para la economía. Efectivamente, los bancos pueden ahora financiar proyectos arriesgados cuyo rendimiento anticipado es elevado y que son socialmente deseables. Este tipo de financiamiento era imposible antes de la LF ya que los bancos se encontraban en situación de "represión financiera" y no estaban en posibilidad de facturar las primas de riesgo elevadas a causa del carácter administrado de las tasas de interés, que se traducían en un control de los máximos de interés. Según la teoría financiera estándar, una tal toma de riesgo no debe aumentar la vulnerabilidad de los bancos si estos proceden a una diversificación de sus riesgos. Ahora, si se presenta una toma de riesgo excesiva, colocando en peligro los bancos, es porque estos últimos son incitados a adoptar tal com-

portamiento por el entorno legal y reglamentario. Según el enfoque más extendido, los accionistas y ejecutivos de los bancos son incitados a tomar más riesgos en tanto la baja de los beneficios (y las eventuales pérdidas) enlazado con el aumento de la competencia reduce el valor económico de la banca. En tanto el costo de los problemas es subestimado por los accionistas y dirigentes bancarios, se incita a éstos a tomar estrategias más y más arriesgadas. Este punto es resaltado por Caprio y Summers (1993) y Hellmann, Murdock y Stiglitz (1998). Según este enfoque, si los comportamientos de toma de riesgo por los bancos están protegidos por los mecanismos de protección pública, como la certeza de una intervención salvadora del prestamista en última instancia y los planes de salvamento de los bancos en dificultades, se crea un riesgo moral. En fin de cuentas, las dificultades y las crisis bancarias se explican en gran medida por una

liberalización insuficiente. En efecto, el mantenimiento de las intervenciones públicas bajo diferentes formas, es el origen de un riesgo moral que impide a la disciplina del mercado jugar su papel. En el caso de las crisis bancarias en los países emergentes, uno de los argumentos entregados para explicar las tomas de riesgo excesivas en acreencias extranjeras (esencialmente bancarias) es que estos últimos pensaban beneficiarse de las garantías implícitas de los poderes públicos locales.

2.2 La hipótesis del comportamiento especulativo de los bancos.

Nos parece que el análisis anterior presenta límites importantes en la medida en que remite ampliamente la explicación de las crisis bancarias y financieras en los países emergentes a un exceso (o inadaptación) de la intervención pública, es decir, en efecto, a una insuficiencia de la LF. Esta concep-

ción insiste en la consideración según la cual las crisis financieras y las dificultades bancarias se explican por razones puramente exógenas, ligadas en gran parte a las carencias de la regulación pública, en particular del entorno legal y reglamentario. En otras palabras, según este análisis, una vez los bancos se libren de toda intervención pública, se autoregularían y no deberían caer en la situación de tomas de riesgos excesivas.

En los desarrollos que se hacen a continuación, proponemos un enfoque diferente sobre el comportamiento de los bancos en el contexto de liberalización financiera. Nuestra hipótesis es que la LF engendra comportamientos especulativos por parte de los bancos. La vulnerabilidad de éstos no sería pues explicada por un efecto transitorio de aprendizaje y a la persistencia de una regulación pública, fuente del riesgo moral. Habría, en efecto, un comportamiento activo y deliberado de toma

de riesgo por parte de los bancos, ligado al funcionamiento mismo de los mercados liberalizados y competitivos.

2.3. La noción de comportamiento especulativo

Es conveniente empezar por definir la noción de especulación. Se referirá a la noción clásica de Kaldor (1993): "compra o venta de bienes con intención de reventa (o recompra) en fecha posterior, en tanto la acción es motivada por la esperanza de una modificación del precio en vigor y no por la ventaja ligada al uso del bien".

A partir de esta definición, y ampliándola al caso de la finanza y bancos, se puede considerar que las operaciones especulativas tienen cuatro características (Plihon, 1996):

- Implican una toma de riesgo, es decir, una toma de posición sobre las tasas de interés, los

precios de los activos o las tasas de cambio.

- Son "puras" o "secas", es decir, son autosuficientes y no hacen parte de la esfera real de la economía.
- Estas operaciones son motivadas por la esperanza de lograr plusvalías ligadas a variaciones anticipadas de precios de activos.
- Se efectúan con frecuencia "a crédito", es decir, que los capitales así comprometidos son prestados por los especuladores que buscan beneficiarse de apalancamientos.

Los fundamentos teóricos del comportamiento especulativo de los bancos.

Nuestro enfoque es de inspiración keinesiana. Se sitúa en la línea de análisis desarrollada por Kindleberger en su "Historia mundial de la especulación financiera" (1989, 1994 en francés). Según el econo-

mista americano, la mayoría de las grandes crisis en la historia financiera son la culminación de un episodio especulativo (caracterizado por dos conceptos, la euforia y el pesimismo financiero), el cual resulta a su vez de un cambio mayor (desplazamiento). " En nuestro modelo, el desplazamiento, la euforia y el pesimismo son seguidos en general de un pánico, anunciador a su vez del *crack* " (p 131). El desplazamiento es un suceso exterior de una magnitud importante, que modifica las perspectivas, los deseos, los centros de beneficios, los comportamientos. En la historia financiera, tales desplazamientos se pueden generar por eventos políticos (guerras, cambios de regímenes,...) o económicos (descubrimientos de nuevas colonias o de minas de oro,...). En cuanto a la euforia, esta constituye la primera fase de la especulación, caracterizada por una pérdida de contacto de los agentes económicos con la realidad (los fundamentos) y por fenómenos

de sicosis colectiva, particularmente comportamientos miméticos. El pesimismo financiero, fase final de la especulación que precede al pánico, resulta de tensiones experimentadas por los especuladores, a causa de la toma de riesgos excesivos, se encuentran en situación de no poder cumplir sus compromisos.

Analizando el período de los años setentas, caracterizados por el comienzo de la desregulación y el desarrollo rápido de los eurodólares, tras los choques petroleros, Kindleberger muestra que tales eventos constituyen un desplazamiento que condujo a un comportamiento especulativo y eufórico de los eurobancos; la crisis de la deuda de comienzos de los años ochenta fue el epílogo. Escribe Kindleberger a propósito de este evento: *"La desregulación es aplicada en un cierto número de países y da inicio a un ciclo explosivo de creación de bancos, de préstamos, de inflación y de quiebras bancarias"* (p. 50).

Este análisis se aplica de la misma manera a las crisis bancarias de los países emergentes de los años noventa. Se puede, en efecto, estimar que el choque de la liberalización financiera ha llevado a los actores financieros de esos países y a los bancos internacionales, a adoptar comportamientos especulativos que los condujo a situaciones de pesimismo financiero y a quiebras.

Un enfoque próximo se ha propuesto por los economistas post-keynesianos que han mostrado el papel particular de los bancos en el proceso especulativo, tema que Keynes sólo había tratado parcialmente.

Minsky (1980) explica así la inestabilidad financiera en las economías capitalistas por el desarrollo desequilibrado entre las deudas bancarias y los ingresos generados por las inversiones productivas. Durante períodos de boom económico, los agentes se vuelven eufóricos en cuanto

a las perspectivas de beneficios. Los bancos se vuelven ciegos ante el desastre y especulan, esperando obtener ganancias en operaciones meramente financieras que no están directamente ligadas a los ingresos de la esfera productiva, cuyo progreso está restringido por la evolución de la productividad. De esta situación emerge un debilitamiento de las estructuras financieras propicias a las crisis de ajuste brutal, bajo la forma "debt defaltion".

Guttman (1994) muestra que los bancos, cuya característica es poseer deudas muy líquidas, son incitados a buscar empleos muy líquidos del dinero. El desarrollo de los mercados financieros y la aparición de innovaciones financieras (productos derivados, titulación de acreencias) dan a los bancos la oportunidad de satisfacer su preferencia por la liquidez y de realizar colocaciones rentables que no tienen relación directa con la financiación del aparato productivo, a diferencia de los préstamos

destinado a financiar inversiones. Estos comportamientos, de naturaleza especulativa, contribuyen al desarrollo del capital financiero (o ficticio), el cual se opone al capital industrial que se invierte en los circuitos productivos.

Las razones del comportamiento especulativo de los bancos en el período reciente

Antes de la liberalización y desregulación financieras que se efectuaron en los países emergentes a partir de los años ochenta, los mercados de servicios financieros eran poco competitivos; los bancos y las otras instituciones financieras lograban rentas oligopolísticas, gracias a las protecciones ligadas a las barreras reglamentarias. La LF, lo mismo que las innovaciones financieras suscitadas por los mercados, han facilitado la entrada en el mercado de nuevos agentes nacionales y extranjeros y han levantado las restricciones otorgadas a las actividades bancarias, es-

pecialmente a las operaciones extranjeras y sobre los mercados financieros.

En este nuevo entorno, los bancos sufren la competencia de la finanza de mercado (finanza directa): es el proceso bien conocido de "desintermediación". El recurso creciente de las empresas a las emisiones de valores mobiliarios para financiarse implica una declinación de la función tradicional de los bancos: la necesidad de los clientes de poder acceder directamente a liquidez de origen bancaria disminuye ya que los clientes importantes tienen ahora un acceso directo a los mercados monetarios y financieros. Este aumento de la competencia ha entrañado a la vez una disminución de la rentabilidad de las operaciones bancarias tradicionales (efecto precio) y un traslado de numerosos clientes importantes hacia la financiación directa en los mercados monetario y financiero (efecto cantidad). Estos dos efectos han debilitado las fuentes tradi-

cionales de ingresos de los bancos. Enfrentados a una disminución potencial de sus operaciones, los bancos son incitados a reaccionar aumentando el nivel medio de riesgo de sus operaciones.

Las transformaciones registradas en la actividad bancaria, en todos los países que han procedido a la LF, ilustran el peso creciente del "capital financiero" y de las operaciones de naturaleza especulativa resaltadas por Guttman (ver más atrás). Se puede ilustrar con la explosión de operaciones fuera del balance en los bancos de los cuales se sabe que corresponden ampliamente a tomas de posición especulativa. De manera análoga el proceso de "mobiliariación" de los activos bancarios, que resulta del aumento de la parte de títulos negociables en los usos bancarios, se inscribe en ese movimiento general de desarrollo del "capital financiero". Otra ilustración sobre la participación creciente de las

operaciones especulativas, de naturaleza financiera, es dada por la evolución de la estructura de los resultados bancarios, caracterizados por una disminución importante de los ingresos de intermediación en beneficio de los ingresos ligados a las operaciones de mercado y de cambios (Plihon, 1999).

Este comportamiento especulativo de los bancos, que se ha observado en Estados Unidos y en otros países industrializados, se encuentra también en los países emergentes con una gravedad tanto mayor en tanto han sufrido una LF bastante brutal y mal manejada, como lo muestra la carencia de dispositivos prudenciales locales (Geoffron et Plihon, 1998).

3. Los hechos estilizados sobre las crisis bancarias en los países emergentes.

Los desarrollos que se presentan a continuación tienen como propósito dar un contenido empírico a

nuestra hipótesis relativa al comportamiento especulativo de los bancos en los países emergentes. Este estudio empírico se hace sobre dos países muy diferentes - Argentina y Corea- cuyos sectores bancarios han sido sacudidos por crisis importantes después del proceso de liberalización financiera. Este estudio empírico se adelanta en dos etapas: en primer lugar, se empieza por presentar los "hechos estilizados" relativos a las crisis sufridas por estos dos países, distinguiendo las evoluciones macroeconómicas y los comportamientos microeconómicos de los bancos; en segundo lugar, se presentan pruebas estadísticas y econométricas destinadas a ilustrar y validar nuestras hipótesis.

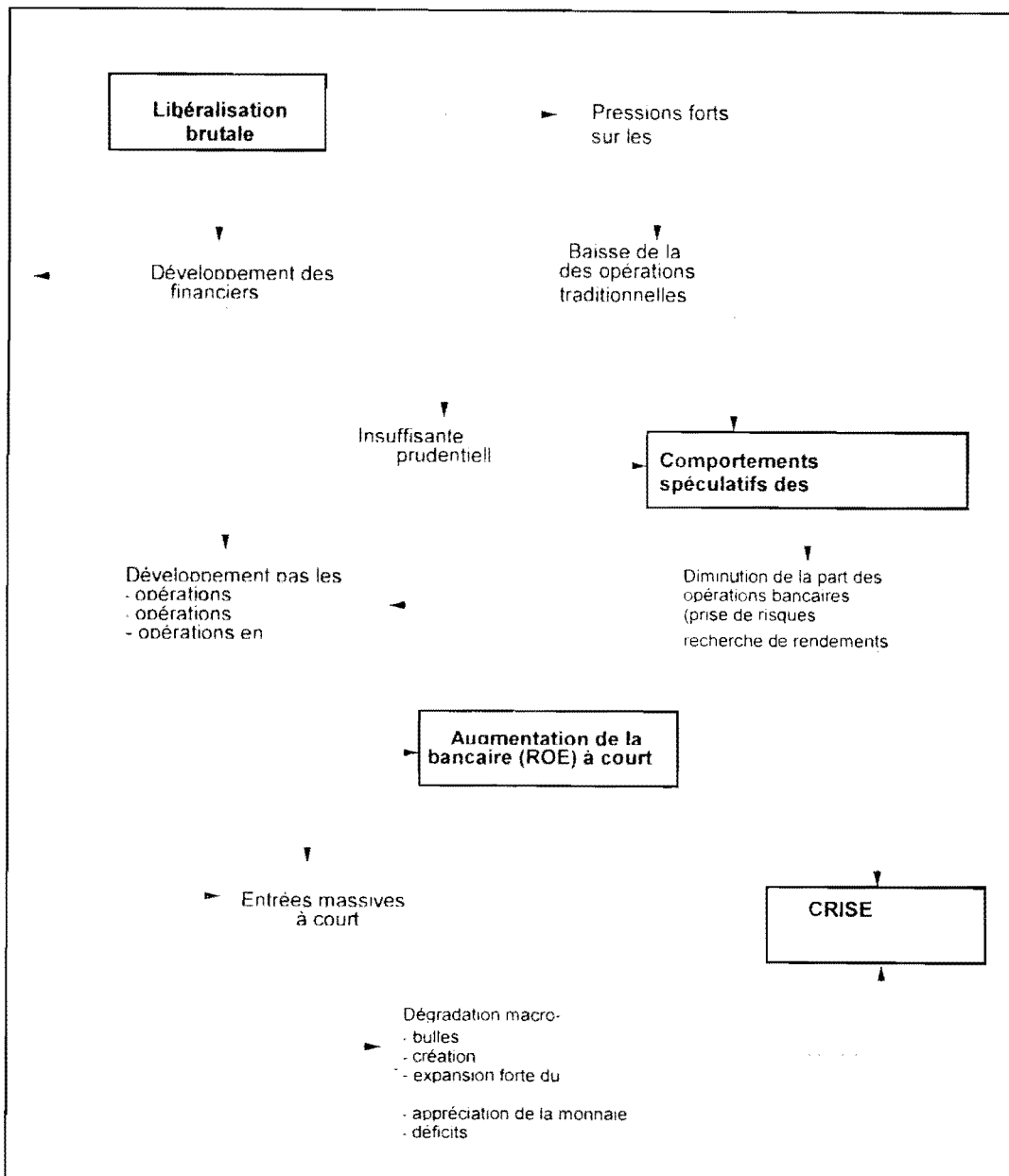
3.1 La crisis bancaria y financiera en Argentina

El contexto macro-económico

Tras haber sufrido fuerte sacudidas hiper-inflacionarias en 1989 y comienzos

Esquema 1

Liberalización financiera - comportamientos especulativos - crisis bancarias.



de 1990, Argentina se comprometió con reformas estructurales de fondo: apertura comercial acelerada, apertura y liberalización financiera (interna y externa) y privatizaciones masivas. El ataque adelantado contra la inflación se basó en una reforma mayor: la instauración en marzo de 1991, de un régimen bimonetario de convertibilidad total, con una anclaje nominal del peso con relación al dólar y la instauración de una caja de emisión ("currency board"*). Ese sistema descarta toda posibilidad para que la banca central emita moneda sin contrapartida en reservas² (el régimen basado en una tasa de cobertura en reservas internacionales de al menos el 100% de la base monetaria-circulante más los depósitos de los bancos en la Banca Central).

Esta estrategia se traduce en un frenazo brutal de la inflación, una recuperación muy rápida de los créditos bancarios (acompañando una importante

monetización de la economía) y un fuerte crecimiento (tabla 2)

Por lo demás, habida cuenta el pasado hiperinflacionario de la Argentina, el grado de dolarización de la economía era muy elevado. Así, en diciembre de 1994 (en vísperas de la crisis), los depósitos en dólares en el sistema representaban alrededor del 50% del M3*.

Además, la liberalización externa e interna implicó una fuerte entrada de capitales de corto plazo, que se van a colocar en actividades especulativas. Esta entrada masiva de capitales explica, en parte, que los montos negociados en acciones sobre el mercado de capitales se hayan multiplicado por 24 entre 1991 y 1994, pasaron de alrededor de 5 millones de dólares a más de 110.

Este entorno macroeconómico caracterizado por anticipaciones favorables de crecimiento, por un aumento significativo de la

Tabla 2.
Indicadores de vulnerabilidad macroeconómica
en la Argentina

Argentina : los datos antes de la crisis

	1980-1990	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Crecimiento PIB	-0.5	-7.0	-1.3	10.5	10.3	4.5	5.8
IPC (q a . en	391.5	4923.8	1343.9	84.0	17.5	7.4	3.9
IPG (q a . en	385.2	5386.4	800.8	56.4	3.2	-0.3	4.2
M3/PIB (en			2.0	5.1	7.6	9.9	11.4
M3*/PIB (en			4.0	7.6	11.4	15.6	19.2
Crédito al sector privado (q a . en %M2)			-609.7	27.8	44.0	20.1	17.7
Capitalización bursátil (millardos de		2.9	3.3	18.5	18.3	42.9	44.0
Volúmen negociado en acciones (millardos				4.6	15.9	50.5	110.4
Volúmen negociado en títulos públicos (millardos d us\$)				31.2	94.0	232.8	257.5

(1) M3* PIB = M3-PIB + Depósitos en dólares.

(2) En términos reales. Deflactado por el IPC.

Fuente: ministerio de Finanzas

liquidez, y por una fuerte competencia bancaria, dio lugar al surgimiento de "burbujas especulativas" en la bolsa de Buenos Aires y, sobre todo, en el sector bancario. La primera burbuja estalla en el momento de la crisis del mercado de obligaciones norteamericano (febrero-marzo 1994) y la segunda estalla al momento de la crisis mexicana.

Dado la naturaleza del régimen monetario en vigor, los ataques especulativos contra la moneda toman la forma de retiros masivos de depósitos.

Estos retiros se van a traducir rápidamente en quiebras bancarias: las instituciones cerradas o absorbidas son 20 durante el primer semestre de 1995; 28 se quebraron en el segundo semestre del mismo año y le siguieron 8 en el curso del primer semestre de 1996³. En total, y hasta el primer semestre de 1999, 86 bancos han desaparecido.

El esquema 2 sintetiza el

proceso que iba a desencadenar la crisis bancaria argentina.

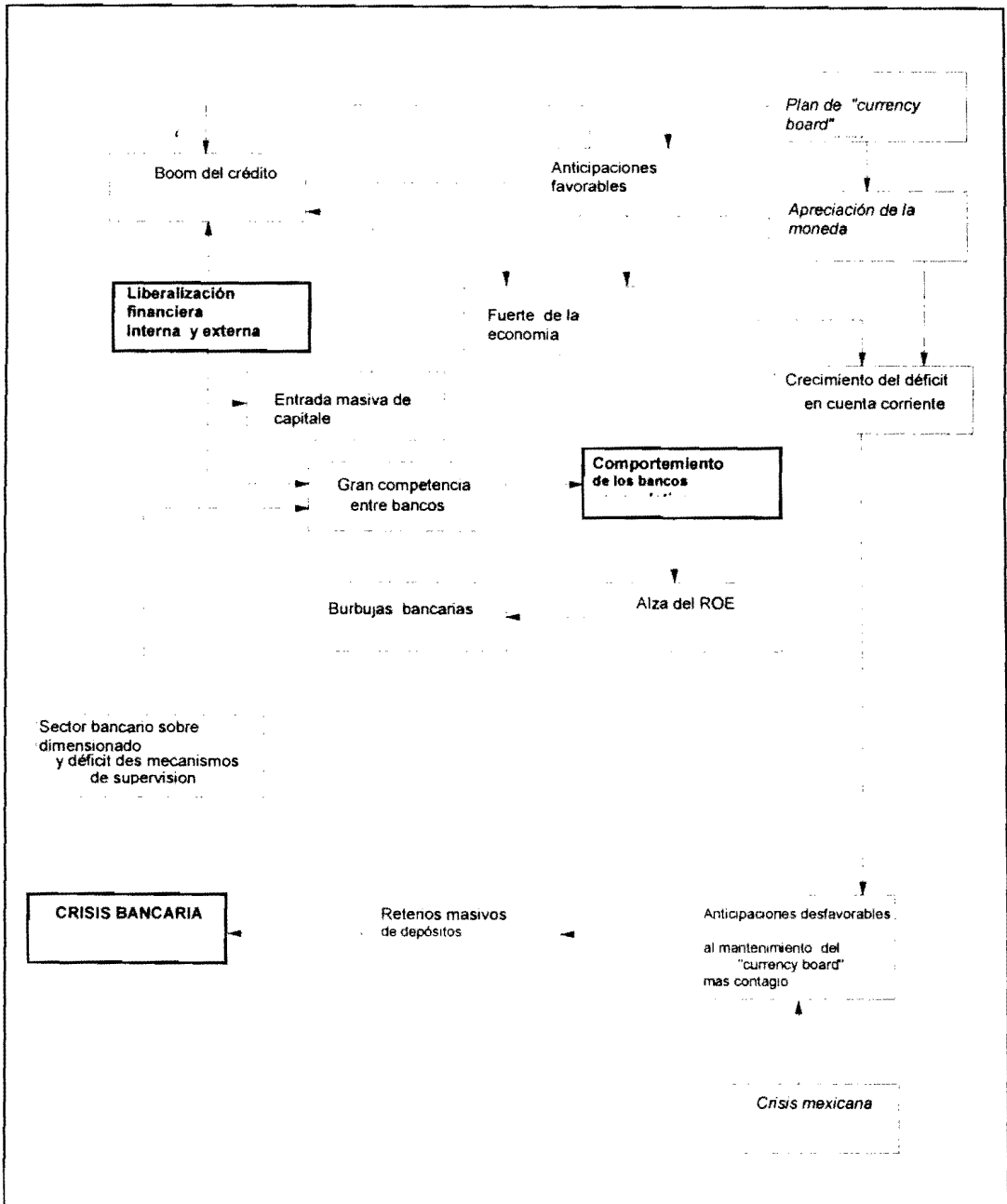
El trastorno total de las anticipaciones favorables como consecuencia de la crisis mexicana de diciembre de 1995 iría a colocar en evidencia las fragilidades del sistema bancario argentino. En efecto, la liberalización financiera de 1991 se implementó cuando el sistema bancario estaba subredimensionado, el régimen de regulación y supervisión presentaba importantes lagunas y el entorno macro-económico se volvía permisivo para la especulación.

El comportamiento de los bancos individuales.

En el momento de la iniciación del proceso de LF en Argentina (1991), la media de los depósitos por institución bancaria era de sólo 96.4 millones de dólares. A la víspera de la crisis bancaria (1994), esta media había aumentado a 230 millones⁴. Dicho en otros términos, de la com-

Esquema 2:

El desarrollo de la crisis bancaria argentina liberalización - especulación



petencia entre 205 instituciones bancarias por aumentar su parte del mercado era muy fuerte. Paralelamente con este proceso, la rentabilidad del sistema esta en fuerte aumento. (Tabla 3). Es así como el beneficio reportado en el patrimonio de los bancos (capital más reservas) pasa del 7% en 1991 a 17%

en 1993. Al mismo tiempo, la parte de las acreencias dudosas en el total llega al 11% (para los bancos privados), justamente antes de la crisis bancaria de 1995. Se encontraba entonces ante una combinación de sobre-dimensionamiento del sistema, competencia encarnizada, alta rentabilidad y fragilidad de portafolios.

Tabla 3
Argentina: rentabilidad bancaria y fragilidad de portafolios

Acreencias dudosas en % de préstamos	31/ 12/94		31/ 12/95		31/ 12/96	
	Re. 30d	Re. 60d.	Re. 30d.	Re. 60d	Re. 30d.	Re. 60 d.
Total sistema	13.3	19.6	15.3	20.3	11.8	15.9
Bancos privados	7.2	10.8	8.5	11.9	7.6	10.5
Bancos públicos	21.4	31.2	24.2	31.4	19.3	25.5
Beneficio/Patrimonio	1991 I	1992 II	1993 I	1993 II	1994 I	1994 II
Bancos privados	9.6	13.1	15.2	19.0	1.4	3.9

d. días de retraso en pagos de vencimientos

Fuente: Banco Central de Argentina.

3.2 La crisis bancaria y financiera en Corea

El contexto macro-económico

La crisis del sistema financiero coreano, que estalló en diciembre de 1997, estuvo precedida por

una degradación progresiva de la situación macroeconómica durante los años noventa. La economía coreana es dominada por los "chaebol", conglomerados industriales ampliamente orientados hacia la exportación. Los chaebol han financiado su desarrollo

por un endeudamiento masivo en los sectores bancario y financiero domésticos. Este fuerte endeudamiento, unido a una débil rentabilidad, volvía a los chaebols particularmente vulnerables al menor cho-

que de su flujo de caja. Los bancos, a su vez, dependían de la salud de los chaebols directamente por las acreencias detentadas sobre éstos e indirectamente garantizadas con el valor de los títulos de éstos.

Tabla 4
Indicadores de vulnerabilidad macroeconómica en Corea

	1993	1994	1995	1996	1997
PIB(1)	5.8	8.6	8.9	7.1	6.5
FBCF(1)	5.3	12.0	7.2	7.1	-3.5
Tasa de interes de corto	11.5	14.1	11.0	12.5	21.3
Credito domestico(1)	12.3	18.5	14.1	10.1	21.9
Tasa de cambio won-dollar	806.1	765.7	774.7	844.2	1695.8
Entradas netas de capitales (%PIB)	1.0	3.1	3.9	4.9	7.5
Deuda externa (%PIB)	29.1	29.5	26.4	32.5	34.9

(1) Tasa de crecimiento media anual.

Fuente: FMI (Balanza de Pagos, 1999) con varias fuentes.

En el transcurso de los años que han precedido la crisis, los chaebols han adelantado un fuerte esfuerzo de inversión para intentar aumentar su fragmento en el mercado de exportación, lo que contribuyó a reducir sus ganancias creando también capacidades de producción excedentarias. Esta ola de inversión, que ha estimulado el crecimiento, fue ampliamente financiada por instituciones financieras

domésticas: es así como los créditos bancarios aumentaron al ritmo anual del 12% en términos reales entre 1980 y 1997. Los bancos coreanos han satisfecho esta fuerte demanda de financiamiento masivo recurriendo a los mercados internacionales, frecuentemente con créditos de corto plazo. El recurso a los mercados internacionales se explica en gran parte por los diferenciales elevados de

tasas de interés del orden de 500 a 1000 puntos de base, a favor del dólar y del yen y por la anticipación de una estabilidad de la tasa de cambio que resultaba por el anclaje del won sobre el dólar. Este endeudamiento externo desequilibró el balance de los bancos coreanos: las deudas en divisas de corto plazo se cubrían apenas en aproximadamente un 55% con activos en divisas de la misma maduración.

La crisis del sistema financiero se desencadenó cuando el gobierno decide en 1997 de no apoyar más a los chaebols en dificultad dejando a los bancos el trabajo de aplicar la disciplina del mercado sobre estos últimos. La bancarrota de varios chaebols se tradujo en un alza brutal de los "préstamos de bajo calidad" al balance de los bancos en 1997; estos préstamos representaban el 80% de los fondos propios de los bancos. Esta situación crítica lleva a los acreedores extranjeros a reducir su exposición al riesgo

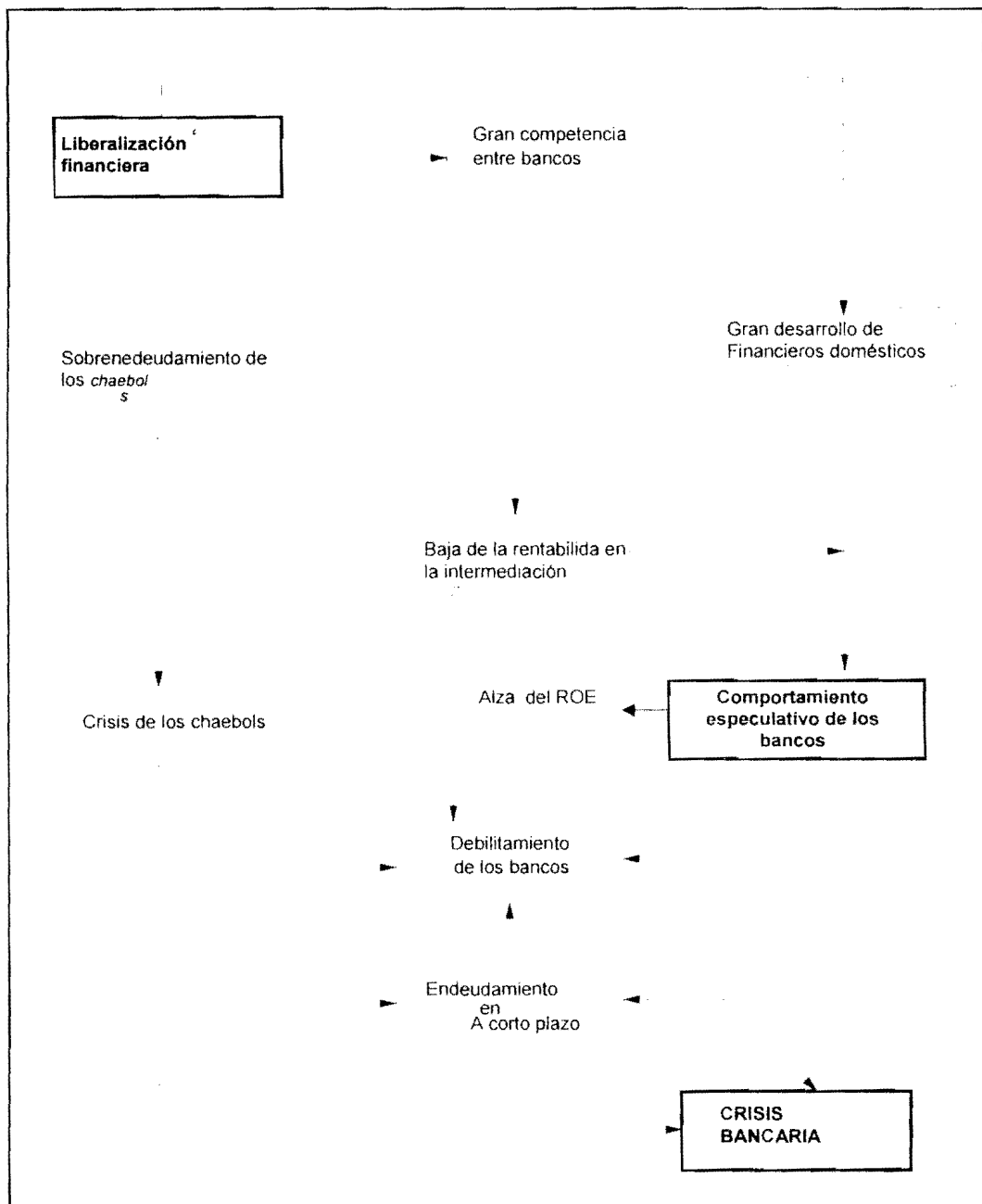
coreano y a cortar sus líneas de crédito a los bancos coreanos.

El comportamiento especulativo de los bancos coreanos

La apertura internacional del sistema financiero coreano se ha facilitado por una ambiciosa política de liberalización que se desarrolla en dos etapas. Al principio de los años ochenta, los bancos comerciales se privatizaron, nuevos instrumentos se crearon (certificados de depósitos, billetes de tesorería) para desarrollar los mercados de títulos. Posteriormente, de 1993 a 1997, un segundo conjunto de medidas se puso en marcha con una des-reglamentación de la tasa de interés, la simplificación y luego la supresión del sistema de control de créditos, se acordó la libertad de emisión de certificados de depósito, se elimina la nominación de los dirigentes de los bancos comerciales por el gobierno, la libertad de apertura de sucursales bancarias

Esquema 3

El desarrollo de la crisis bancaria en Corea
Liberalización - Especulación



por instituciones financieras nacionales y extranjeras.

Esta liberalización financiera de gran magnitud ha contribuido a aumentar la vulnerabilidad de los bancos, como lo indica un estudio del FMI (Baliño y Ubide, 1999). Varios factores han jugado fuertemente en tal sentido. En primer lugar, la competencia entre instituciones financieras y bancarias se acrecentó, lo que creó una presión a la baja de los beneficios. En segundo lugar, las autoridades de supervisión bancarias coreanas, poco preparadas para este entorno liberalizado, no han estado a la altura para regular eficazmente los actores bancarios y financieros. En fin, estos últimos han demostrado su poca pericia en la gestión de riesgos, en particular en el dominio de operaciones internacionales.

En este contexto caracterizado por presiones competitivas fuertes y por una supervisión insuficiente, los bancos fueron incitados a

desarrollar operaciones especulativas. Para encontrar nuevas formas de ingresos, los bancos coreanos se orientaron hacia operaciones de alto rendimiento y de alto riesgo, por fuera de su actividad de intermediación tradicional que se había tornado poco rentable. Los datos disponibles (tabla 6) muestran, en efecto, que los bancos coreanos desarrollaron su actividad en tres dominios propicios a las ganancias especulativas: las inversiones bursátiles, las operaciones fuera de balance y los mercados de divisas.

4. La hipótesis del comportamiento especulativo de los bancos en Argentina y Corea: pruebas empíricas.

En el contexto de esta sección se busca responder a dos interrogantes: que es lo que distingue a los bancos en dificultades de los sanos? Y, en segundo lugar, cuál es el papel de los comportamientos especulativos en las mismas dificultades de los bancos?

Tabla 6

Indicadores de vulnerabilidad de los bancos comerciales coreanos

	1993	1994	1995	1996	1997	1998 (4)
Inversiones en títulos (1)	10,2	11,1	12,4	12,8	13,7	16,8
Endeudamiento en divisas	4,7	5,9	6,6	7,3	4,0	6,7
Posición de cambio en divisas (2)				62,0	62,6	
Dont hors-bilan				7,8	13,7	
Préstamos de mal rendimiento (3)	7,4	5,8	5,2	4,1	6,0	8,6
Rendimiento de capital (ROE)	6,4	6,4	4,7	4,3	-18,6	-25,3

(1) En porcentaje del balance. (2) en millones de dólares. (3) en porcentaje de préstamos. (4) primer semestre

Fuente: FMI (Baliño et Ubide 1999) tomado de varias fuentes

Para lograr este objetivo, se han retenido dos enfoques complementarios: de un lado el análisis factorial, que permite representar la asociación entre la variable de dificultad y relaciones contables discriminantes y, de otro lado, el análisis econométrico que busca validar nuestra hipótesis sobre la importancia de los comportamientos especulativos en la explicación de las dificultades bancarias.

Con el fin de no volver muy pesado el texto de este artículo, se ha llevado a un anexo los resultados del análisis factorial.

Nuestro enfoque se distingue de la mayoría de trabajos anteriores que se contentan con introducir

como variables explicativas aquellas que **validan** la definición de la dificultad, en particular la relación acreencias dudosas/ total de activos o la parte de las acreencias dudosas en el total de éstas. Estos análisis (presentados más atrás) buscan más bien construir indicadores avanzados de dificultad ("early warning signals of distress"). Nuestro procedimiento es diferente en la medida en que buscamos darle un contenido económico a la explicación de dificultades bancarias, razonando siempre en términos estratégicos.

4.1. Datos y metodología econométrica

Los datos estadísticos utilizados para adelantar los

análisis cuantitativos han sido suministrados por Bankstat (de Thomson Financial Bankwatch disponible al 9/06/1999), base de datos de balances bancarios. Esta base cuenta con más de 10000 instituciones, localizadas en más de 130 países. A más de los balan-

ces según normas nacionales, la base maneja una compatibilidad internacional simplificada, ajustada a las normas mínimas del Banco de Pagos Internacionales. El método econométrico implementado en este artículo se basa esencialmente en la estimación de ecuaciones "probit"

El método "probit" permite determinar la vulnerabilidad de una institución bancaria. Este enfoque no es nuevo en la literatura económica. Altaman (1968) ha empleado un análisis descriptivo para determinar una serie de indicadores. Estos permiten comparar el estado de un banco particular con relación a la tendencia general observada. El problema era que el método de determinación de una situación normal no otorgaba un criterio objetivo para discriminar una situación "normal" de otra "anormal". Sinkey (1975) por su parte, a partir de evaluaciones con investigaciones oficiales, construyó un modelo empleando como variable dependiente, los resultados logrados por las investigaciones oficiales que permitía distinguir entre los bancos sin problemas y los que sí los tenían.

El procedimiento del método probit se inscribe en una tercera generación: los modelos de selección binaria (o modelos de respuesta cualitativa). El método emplea una variable binaria para identificar dos casos distintos sobre los cuales se desea determinar la probabilidad. La principal ventaja de este método es el resumen de toda información pertinente relativa a un evento y asignarle una medida de probabilidad.

En nuestro caso, se diferencia los bancos que han padecido quiebras de los que han subsistido sin problemas, asignándole el valor 1 a los primeros y el valor 0 a los segundos. El método probit utiliza una distribución de probabilidad continua y exponencial que permite de sobrepasar la regresión lineal clásica. Ello implica el recurso al método de máxima verosimilitud: en lugar de buscar minimizar los errores (que es el caso del método de los mínimos cuadrados), se estima las ponderaciones de variables explicativas para maximizar la probabilidad de prever correctamente la variable dependiente.

La regresión del método probit es la siguiente:

$$P(Y=1) = \frac{1}{1 + e^{-bX}}$$

$$P(Y=0) = 1 - \frac{1}{1 + e^{-bX}}$$

Dónde:

$\frac{1}{1 + e^{-bX}}$ es una función de distribución acumulada;

$P(Y=1)$ representa la probabilidad de que un cierto banco pertenezca al grupo de bancos vulnerables;

b es el conjunto de parámetros que se busca estimar;

X es el vector de indicadores del sistema financiero que da cuenta de la probabilidad a estimar. b refleja así el impacto sobre la probabilidad de una quiebra eventual de los cambios sucedidos en el vector X .

4.2. Estudio del comportamiento especulativo de los bancos argentinos

El objetivo buscado aquí es verificar empíricamente las hipótesis de comportamiento especulativo que pudiese conducir a un aumento de la vulnerabilidad de bancos y, en ciertos casos, a quiebras. Antes de presentar los resultados econométricos, se comien-

za por aislar algunos indicadores que permitan resaltar la existencia de comportamientos especulativos por parte de bancos.

La tabla 7 presentada más abajo, separa, según la metodología que ha sido presentada en el párrafo anterior, los bancos quebrados de los sanos, de estos últimos los que han sobrevivido hasta finales de 1998.

Tabla 7

Relaciones contables para los bancos argentinos
Comparación entre medianas de indicadores entre bancos "sanos" y bancos en "quiebra2"

Relaciones sobre las cuentas bancarias (%)	1994		1995	
	Sanos	Quebrados	Sanos	Quebrados
Beneficios antes de impuestos / capitales propios	4.7	9.9	4.0	-1.8
Productos financieros sin intereses / productos financieros netos	68.0	109.8	77.4	79.4
Préstamos de riesgo / préstamos totales	2.7	8.0	3.3	6.6
Capitales propios / préstamos totales	24.4	20.7	26.1	26.6
Gasto de explotación/ resultados de explotación	90.3	90.5	93.2	98.4
Número de bancos	69.0	16.0	82.0	20.0

Fuente: cálculos propios a partir de la base Bankstat

Se constata, en primer lugar, que los bancos en dificultades, logran, antes de caer en la quiebra, una rentabilidad superior a la de los bancos sanos. Este diferencial de rentabilidad se explica porque los bancos en dificultades

buscaron desarrollar una actividad por fuera de la intermediación tradicional, lo que se ilustra con el dato de la proporción de sus productos financieros que no generan intereses con relación a los productos financieros totales, son más

elevados que para los bancos sanos, cuya actividad se concentra en la intermediación tradicional. En otras palabras, los bancos quebrados se han centrado en una mayor proporción en las operaciones especulativas y generadoras de plusvalías financieras. Los bancos quebrados tenían una estrategia de toma de riesgo superior a la de los sanos. Dos indicadores confirman esta interpretación: de un lado, la parte de los préstamos de riesgo son mayores para los bancos quebrados; de otro, los mismos bancos quebrados tienen una proporción capitales propios/ préstamos totales más elevada, lo que sugiere que estos últimos se exponen a riesgos mayores haciendo jugar un mayor efecto de apalancamiento. En fin, aparece que las dificultades de los bancos argentinos se explican principalmente por su estrategia especulativa y no por una mala gestión de sus recursos productivos; en efecto, el coeficiente de explotación (gastos de

explotación/resultados) de los bancos quebrados no es significativamente diferente al de los bancos sanos.

Una vez que se registró las dificultades de los bancos "especulativos" (año 1995), se constata que tienen pérdidas; de acá en adelante su actividad especulativa se reduce, como lo atestigua la disminución de la parte de productos que no generan interés y de los préstamos de riesgo. Sus gastos de explotación aumentan, lo que corresponde al costo elevado de las operaciones de reestructuración.

Presentación del ajuste econométrico

El método que se emplea, como lo hemos visto, consiste en explicar la discriminación entre bancos saludables y en dificultades a partir de una ecuación binomial probit, cuyas variables explicativas se suponen describir el comportamiento de toma de riesgos y de especulación. Nuestro

trabajo empírico se ha tornado difícil por importantes dificultades de colinearidad entre variables tomadas de los balances bancarios. Ello debe sugerir una cierta prudencia en la interpretación de los resultados. Sin embargo, nos parece que los resultados que se presentan no permiten negar nuestras hipótesis de partida.

Como lo sugiere el análisis teórico de los hechos estilizados presentados más arriba, el comportamiento de la toma de riesgos y de especulación se puede describir con cuatro series de variables:

- Una variable que permita explicar la búsqueda de beneficios por fuera de la actividad tradicional de intermediación; esta última se mida aquí por la relación préstamos totales/depositos totales.
- Una variable destinada a medir la toma de riesgos de los bancos, tomada aquí por la relación préstamos de riesgo sobre préstamos totales.

- Una variable que busca ilustrar el hecho de que los bancos que especulan son también los más rentables. En efecto, la toma de riesgos favorece una rentabilidad más elevada pero, en contrapartida, vuelve frágil la situación de los bancos; los bancos expuestos a los riesgos se desploman a pesar de que aparecían en una situación favorable según los criterios de rentabilidad habituales.

- Una variable que toma en cuenta el efecto de apalancamiento buscado por los bancos, medido por el indicador capitales propios sobre capitales totales. En tanto sea más débil, más importante es la palanca, pero más frágil es el banco.

Por lo demás, una variable se introduce para representar la calidad de la gestión bancaria. La idea es que las inconvenientes bancarios no se explican por una mala utilización de los recursos productivos

(capital, trabajo) que se mide acá por el coeficiente de explotación (gastos de explotación/ resultado de explotación), sino mucho más por el comportamiento especulativo de la toma de riesgos.

El ajuste efectuado no permite rechazar la hipótesis según la cual los comportamientos especulativos tienen un papel mayor en la explicación de las dificultades bancarias. Apa-

rece, en efecto, que las cuatro variables que describen el comportamiento especulativo de los bancos son significativas (signos esperados y valores absolutos de los coeficientes de desviación estándar débiles). Inversamente, el coeficiente presupuestal no parece significativo, es decir, que las dificultades bancarias se explican principalmente por las operaciones especulativas y no por la mala gestión de los recursos productivos bancarios.

Argentina :el análisis econométrico de los problemas bancarios

Variable	Coefficient	Erreur Std.	z-Statistic	Prob.
C	-1.654	0.552	-2.995	0.003
PRÊTS TOTAUX/TOTAL DES DÉPÔTS	-0.608	0.365	-1.665	0.096
PRÊTS À RISQUE/PRÊTS TOTAUX & CAUTIONS	0.929	0.372	2.501	0.012
BÉNÉFICE NET/ACTIFS TOTAUX	0.959	0.415	2.311	0.021
CAPITAUX PROPRES/PRÊTS TOTAUX	-0.694	0.404	-1.718	0.086
FRAIS D'EXPLOITATION/RÉSULTAT D'EXPLOITATION	0.099	0.392	0.252	0.801
Log likelihood	-31.98095	McFadden R ²		0.222075
Restr. log likelihood	-41.11059			
LR statistic (5 df)	18.25928			
Probabilité(LR stat)	0.002638			
Banques saines =0	69			
Défaillantes =1	16			

4.3. Estudio del comportamiento especulativo de los bancos coreanos

A diferencia de sus homólogos argentinos, los bancos comerciales coreanos en dificultades fueron objeto de operaciones de salvamento, de manera que no hubo quiebras bancarias secas en Corea. Se ha dividido la muestra de 33 bancos coreanos distinguiendo los bancos que tenían resultados positivos (grupo 1 de 11 bancos) en 1998, año de la crisis, y bancos que sufrieron pérdidas este año- grupo 2 de 22 bancos) (tabla 8).

Como los bancos argentinos, aparece que los bancos coreanos que estarán en dificultades al momento de la crisis (grupo 2), muestran una mejor rentabilidad en 1996, antes de la crisis. Dos indicadores ilustran este fenómeno: el ROE y el indicador de productos financieros/inversiones productivas con intereses, que son más elevados en 1996 para los

11 bancos en dificultad momento de la crisis en 1998 (grupo 2). Explicamos este resultado por el hecho de que estos bancos han obtenido ingresos importantes sobre operaciones fuera de la intermediación tradicional, lo que muestra el indicador productos financieros sin intereses/productos financieros netos más elevado en 1996 para estos bancos (grupo 2) que para los otros bancos (grupo 1). Esta interpretación es ratificada por las diferencias constatadas en el indicador $\text{Préstamos totales}/(\text{Depósitos} + \text{Préstamos})$: este indicador, que mide la parte de la intermediación tradicional, es más débil para los bancos del grupo 2.

El análisis de los indicadores de balance hace aparecer otras dos diferencias significativas entre los dos grupos de bancos. En primer lugar, se constata que los activos disponibles son más importantes en los bancos del grupo 2: estos últimos mantienen activos más líquidos que se pueden

considerar como caja especulativa, reveladora de un comportamiento de arbitraje a corto plazo. En segundo lugar, los bancos del grupo 2 tienen cuentas fuera de balance más importantes, lo que es igualmente un indicador de

una actividad especulativa intensa⁵.

En segundo lugar, los bancos del grupo 2 tienen cuentas fuera de balance más importantes, lo que es igualmente un indicador de una actividad especulativa más intensa.

Tabla 8

Índices contables para los bancos coreanos
Comparación de las medianas de los índices entre bancos "sanos" y bancos "enfermos"

Índices sobre las cuentas bancaras en %	Índices en 1998	
	Bancos con ganancias en 1998	Bancos con pérdidas en 1998
ROE	5.52	7.00
Productos financieros netos/Inversiones productivas con intereses	0.82	1.73
Productos financieros netos con intereses/Prod. Finan. netos	62.67	71.71
Prod. Financ. Netos/Ingresos totales	8.44	15.30
Actvs disponibles/Depósitos + Préstamos	5.54	10.16
Activ. disponibles/Acti. totales	4.86	7.57
Activ. disponibles/Depósitos totales	12.49	18.35
Préstamos to/ Depósitos + Préstamos	96.71	88.66
Capitales propios/Fuera de balance	5.20	4.00
Número de bancos	11	22

Source : nos calculs à partir de la base Bankstat

Presentación de los ajustes econométricos

Un sistema de dos relaciones se ha sometido a estimación. La primera relación, estimada por el método probit, explica las diferencias entre las dos categorías de bancos a partir de tres variables:

- Dos indicadores que miden la rentabilidad de los bancos: el ROE y el indicador productos financieros netos/inversiones productivas con intereses.
- El coeficiente de explotación (gastos generales/ resultado de explotación)

La segunda relación, estimada por el método de los mínimos cuadrados, explica la relación productos financieros/inversiones productivas de intereses por dos variables:

- La parte de activos disponibles calculada con relación a los empleos y a los depósitos, que mide la liquidez de los activos bancarios.
- La parte de productos financieros sin pago de intereses en los productos financieros totales.

Estas dos ecuaciones dan estimaciones estadísticamente significativas. Se pueden interpretar de la siguiente manera: el primer ajuste muestra que los bancos del grupo 2 (que estarán en dificultad al momento de la crisis de 1998) se distinguen de los del grupo 1 por una rentabilidad más elevada pero no se diferencian por la calidad de gestión menos

buenas (coeficiente presupuestario no significativo).

El segundo ajuste muestra que es posible explicar el nivel más elevado de rentabilidad de los bancos del grupo 1 por la importancia de sus activos disponibles (valores en caja especulativos) y por la parte más grande de sus ingresos en actividades que no devengan intereses, provenientes de operaciones por fuera de la intermediación tradicional.

En total, como en los bancos argentinos, los resultados econométricos logrados por los bancos coreanos no permiten rechazar la hipótesis según la cual, los bancos en dificultades (grupo 2) son igualmente aquellos que han seguido un comportamiento de tipo especulativo, caracterizado por operaciones de riesgo destinados a generar una rentabilidad superior.

Dependent Variable: Pertes en 1998

Method: ML - Binary Probit

Sample: 1 33

Included observations: 33

Convergence achieved after 4 iterations

QML (Huber/White) standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-2.3977070	2.870610	-0.835260	0.4036
PFN/INVPRODINT 96	0.4240190	0.146916	2.886131	0.0039
ROE 96	0.1180400	0.066164	1.784046	0.0744
FRAIS/RESULTAT 96	0.0183000	0.029793	0.614243	0.5391
Mean dependent var	0.666667	S.D. dependent var		0.478714
S.E. of regression	0.447843	Akaike info criterion		1.274492
Sum squared resid	5.816328	Schwarz criterion		1.455887
Log likelihood	-17.02912	Hannan-Quinn criter.		1.335526
Restr. log likelihood	-21.00497	Avg. log likelihood		-0.516034
LR statistic (3 df)	7.951695	McFadden R-squared		0.189281
Probability(LR stat)	0.047021			

Obs with Dep=0

11

Total obs

33

Obs with Dep=1

22

Dependent Variable: PFN/INVPRODINT 96

Method: Least Squares

Sample: 1 33

Included observations: 33

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.4972000	0.373936	1.329639	0.1937
ACTIFS DISP/DEP+EMP 96	0.0620740	0.023818	2.606197	0.0141
PFN HORS INT/PFN 96	0.0024640	0.000763	3.228031	0.0030
R-squared	0.376783	Mean dependent var		1.446364
Adjusted R-squared	0.335235	S.D. dependent var		1.741445
S.E. of regression	1.419854	Akaike info criterion		3.625493
Sum squared resid	60.47958	Schwarz criterion		3.76154
Log likelihood	-56.82064	F-statistic		9.068659
Durbin-Watson stat	1.798091	Prob(F-statistic)		0.000831

CONCLUSIONES

Nuestro enfoque se sitúa en un medio entre dos grandes corrientes de literatura sobre la inestabilidad financiera, descritos en la primera parte de esta nota, es decir, los análisis sobre las relaciones entre la LF y crisis financieras, de una lado, y las relaciones entre crisis bancarias y crisis de cambios por el otro. Estos dos tipos de análisis, aunque han hecho progresar nuestro conocimiento de las crisis bancarias, no permiten sin embargo elucidar totalmente las causas profundas que conducen a los bancos a constituir un factor de mayor inestabilidad.

Estos análisis, ampliamente basados en el concepto de "riesgo moral"* o sobre las fallas en materia de supervisión, no muestran el carácter ampliamente endógeno del papel desestabilizador de los bancos. Siguiendo un razonamiento de inspiración keynesiana, introduciremos el concepto de

especulación en el centro de las estrategias bancarias para explicar la existencia de un riesgo sistémico intrínseco.

Hemos intentado verificar el poder explicativo de nuestra hipótesis, confrontándola a las experiencias recientes de crisis en economías emergentes. Escogimos dos países, Argentina y Corea, que han sufrido crisis sistémicas violentas aunque de naturaleza diferente. En los dos casos, las dificultades bancarias juegan un papel central; ahora Corea sufrió una crisis cambiaria, lo que no sucedió en Argentina, por su particular sistema cambiario.

A partir de una base de datos que incluye las cuentas de los bancos individuales, hemos procedido en dos etapas. En primer lugar, destacar los comportamientos especulativos de los bancos (tomas de riesgos, apalancamiento, desarrollo de

operaciones por fuera de la intermediación). En segundo lugar, verificar el comportamiento especulativo como factor explicativo de las dificultades bancarias. Los resultados de nuestras verificaciones econométricas no permiten rechazar esta hipótesis.

Una de las conclusiones sugeridas por nuestro estudio, es que parece deseable completar los

enfoques tradicionales de las crisis bancarias, descritos al principio de esta nota, por una consideración explícita de comportamientos especulativos. En particular, es el caso de los enfoques recientes en términos de los indicadores avanzados, que no tienen un verdadero contenido explicativo sobre las estrategias bancarias en el contexto de una finanza liberalizada.

NOTAS

* Sin comillas en el original.

¹ La «represión financiera», noción propuesta por McKinnon (1973) et Shaw (1973), se define como una situación en la cual el sector financiero es administrado por los poderes públicos con el propósito de financiar los déficits públicos y de subvencionar los sectores prioritarios. Según estos autores, en tanto se obliga a los bancos e instituciones financieras a otorgar tasas de interés bajas e incluso negativas, la represión financiera destimula el ahorro y obstaculiza la acumulación de capital productivo. En este marco de análisis, las políticas de LF son un conjunto de medidas que permiten abandonar el régimen, juzgado nefasto, de represión financiera.

* En inglés en el original: «deflación por deuda»

* La traducción que hacen los autores franceses es la entregada; quizá mejor en español « junta de emisión »

² La restricción impuesta por la *caja de emisión* implicaba la abdicación por parte del Banco Central de prerrogativa de intervenir

como prestamista en última instancia. Además, al momento de la crisis mexicana (1995), el sistema bancario se caracterizaba por la ausencia de un esquema formal de seguros para los depósitos. En consecuencia, es difícil de estar en presencia de un *riesgo moral* como una de las causas de la crisis bancaria, en tanto que forma institucional permisiva de la especulación.

³ El proceso de concentración del sistema iría a continuar y a profundizarse bajo el golpe de crisis sucesivas: con ocasión de la crisis asiática (1997) y rusa (1998), 14 instituciones van a desaparecer y aun 10 como consecuencia de la crisis brasileña (1999).

⁴ Compárese con una media de 540 millones de dólares en 1999, para 104 instituciones bancarias.

⁵ En la medida en que las operaciones fuera de balance se refieren principalmente a operaciones a término y a productos derivados, que son por lo general, especulativos.

* Sin comillas en el original

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.

- Baliño T. et Ubide A. (1999), "The Korean financial crisis of 1997 - A strategy of financial sector reform", IMF Working Paper, n° 28
- Demirgüç-Kunt A. et Detragiache E. (1998), "Financial Liberalization and Financial Fragility", IMF Working Paper
- Fisher K., Gueyie J.-P., Ortiz (1997), "Financial liberalisation : Commercial banks blessing or curse?", Working Paper No 97-02, CREFA, Université de Laval, Canada
- Fisher K., Gueyie J.-P., Ortiz (1997), "From financial liberalization to banking failure : Starting on the wrong foot ?", Working Paper No 97-03, CREFA, Université de Laval, Canada
- Fisher K., Gueyie J.-P., Ortiz (1997), "Financial liberalization causes financial fragility", Working Paper No 97-14, CREFA, Université de Laval, Canada
- Geoffron P., Plihon D. (1998), "La corrosion financière des modèles industriels asiatiques", Revue d'Economie Industrielle, n° 86, 4ème trimestre
- Goldfajn I., Valdes R. (1997), "Capital flows and the twin crises : the role of liquidity", IMF Working Paper, No 87, July
- Gonzalez-Hermosillo B. (1999), "Determinants of ex-ante banking system distress : a Macro-micro empirical exploration of some recent episodes", IMF Working Paper, March
- Guttman R. (1994), "How credit-money shapes the economy", Armonk, M.E. Sharpe
- Hardy D., Pazarbasioglu C. (1998), "Leading indicators of banking crises : was Asia different ?", IMF Working Paper, n° 98 - 91, June
- Honohan P. (1997), "Banking system failures in developing and transition countries : Diagnosis and prediction", Technical Report 39, BIS, January
- Kaldor N. (1939), "Speculation and economic stability", Review of Economic Studies, n° 1
- Kaminski G. (1998), "Currency and banking crises: the early warnings of distress", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion papers, n° 629, October
- Kaminski G., Reinhart C. (1996), "The twin crises : the causes of banking and balance of payments problems", IMF Discussion Papers, No 544, March
- Keynes J. M. (1936), "The general theory of employment, interest and money", Mac Millan
- Kindleberger C. (1989), "Manias, panics and crashes", Basic Books, HarperCollins Publishers; édition française (1994), "Histoire mondiale de la spéculation financière", éditions P.A.U.
- Lindgren C.-J., Garcia G., M. E. Saal (1996), "Bank soundness and macroeconomic policy". IMF. Working Paper
- Levine R. (1997), "Financial development and growth : views and agenda", Journal of Economic Literature, No 35
- McKinnon R. (1973), "Money and capital in Economic Development", Brookings Institution, Washington
- Minsky H. (1980), "Capitalist financial processes and the instability of capitalism", Journal of Economic Issue, vol. 14
- Miotti L, Abdelli L., Malige F. (1998), "Fragilité des systèmes bancaires des économies émergentes", Caisse des Dépôts et Consignations, Zones Emergentes, n° 4, février
- Plihon D. (1995), "Liquidité et investissement : une lecture keynésienne des mutations financières récentes et de leurs conséquences", Economies et Sociétés, H.S. n° 33
- Plihon D. (1996), "La montée en puissance de la finance spéculative", in "Turbulences et spéculations", A. Cartapanis ed., Economica
- Plihon D. (1999), "Les banques : nouveaux enjeux, nouvelles stratégies", Documentation Française
- Shaw E. (1973), "Financial deepening in economic development", Oxford University Press. New York

L'analyse factorielle

L'analyse factorielle va nous permettre d'étudier l'association des variables qui s'appuie sur une dichotomisation de chacune des variables autour de la médiane calculée pour l'échantillon. Dès lors il est possible de caractériser les banques de l'échantillon

selon qu'ils sont situés en dessous ou au dessus de la médiane. Cette méthode d'analyse est bien entendu extrêmement sensible à la manière dont l'échantillon est défini, ce qui impose de toujours raisonner en termes relatifs. Dans le cas présent par exemple le ratio Prêts totaux / Dépôts n'est pas jugé élevé dans l'absolu mais simplement au sein de l'échantillon restreint envisagé.

Cette méthode constitue un outil idéal pour analyser la structure sous-jacente à un grand nombre de variables. Elle permet de réduire un grand nombre de variables (qualitatives et/ou quantitatives) en un petit nombre de variables indépendantes. Ces dernières, qui résultent de la combinaison des variables de base en fonction de leur degré d'association entre elles, constituent des axes factoriels orthogonaux. Ces axes permettent de définir des espaces dans lesquels les banques de l'échantillon peuvent être projetés.

On décompose chacune des variables en modalités, correspondant chacune à un niveau supérieur ou inférieur à des grandeurs définies par avance dans la variable (une variable aura deux modalités par exemple, si on la divise en deux séries de valeurs autour de sa médiane). Ainsi la variable X qui comporte 2 modalités, se transformera en 2 variables qui prendront la valeur 1 ou 0. Les variables sont transformées donc en variables binaires disjonctives, binaires parce qu'elles sont codées Oui/Non, disjonctives parce qu'il y a un seul 1 (oui) par question initiale.

Le tableau avec les individus (les banques dans cet article) en lignes et les variables en colonnes est converti en une matrice de Burt. Il s'agit simplement d'un tri croisé comportant en lignes les différentes questions et en colonnes les mêmes variables. Cette matrice est carrée et symétrique. L'analyse factorielle des correspondances se fait sur cette matrice.

Le cas de l'Argentine

Les résultats principaux sont synthétisés dans la tableau 9. L'axe 1 peut être interprété comme une mesure de la rentabilité des banques (en gras dans le tableau), opposant les banques de rentabilité élevée (direction négative de l'axe) aux banques de rentabilité faible (direction positive de l'axe), cette notion étant mesurée en termes relatifs par rapport à la médiane de l'échantillon. L'axe 2 représente la vulnérabilité financière des banques, opposant les banques où les ratios de capital et de liquidité sont supérieurs à la médiane (direction positive de l'axe) aux établissements dont les ratios de capital et de liquidité sont inférieurs à la médiane (direction négative de l'axe).

Les banques en faillite se situent dans le quadrant sud-ouest associant une forte rentabilité avec une vulnérabilité forte. Ce résultat conforte l'interprétation selon laquelle la recherche d'une forte rentabilité contribue à la fragilisation des banques. On notera à ce sujet l'association entre les défaillances et la faiblesse des actifs disponibles par rapport au total des dépôts (ATDT, risque d'illiquidité). En outre, les défaillances des banques sont associées à des faibles niveaux du ratio capitaux propres / actifs à risque (KPARSQ, risque d'insolvabilité). Ce résultat illustre une stratégie de prise de risque recherchant des effets de levier élevés sur des capitaux propres (graphique x1).

Contribution des variables à la construction des axes factoriels

(En %)

Pourcentage d'information	F1	F2	F3	Total	
	47.93	26.96	10.88	85.77	
ADTD	ACTIFS DISPONIBLES/TOTAL DES DÉPÔTS	33.73	26.93	4.13	64.79
ADTDEMP	ACTIFS DISPONIBLES/DÉPÔTS + EMPRUNTS	13.00	35.89	10.26	59.15
BAIAT	BÉNÉFICES AVANT IMPÔTS/ACTIFS TOTAUX	86.11	9.09	1.62	96.82
BAIKP	BÉNÉFICES AVANT IMPÔTS/CAPITAUX PROPRES	95.17	0.13	2.30	97.59
BEXAT	BÉNÉFICES D'EXPLOITATION/ACTIFS TOTAUX	86.11	9.09	1.62	96.82
BNAT	BÉNÉFICE NET/ACTIFS TOTAUX	96.02	0.00	0.00	96.02
BNKP	BÉNÉFICES NETS/CAPITAUX PROPRES	95.80	0.77	0.01	96.58
Défaillances		22.86	7.04	18.37	48.27
FEMPTDP	TOTAL DES FONDS EMPRUNTÉS/TOTAL DES DÉPÔTS	0.86	3.53	77.72	82.12
FEMTPR	TOTAL DES FONDS EMPRUNTÉS/TOTAL DES PRÊTS	2.75	4.36	72.47	79.59
FEXREX	FRAIS D'EXPLOITATION/RÉSULTAT D'EXPLOITATION	75.84	13.48	5.85	95.16
KPARSQ	CAPITAUX PROPRES/RISK ASSETS + OFF-BALANCE SHEET ITEMS	5.20	91.76	0.27	97.23
KPAT	CAPITAUX PROPRES/TOTAL DES ACTIFS	10.28	85.84	1.35	97.47
KPENCCR	CAPITAUX PROPRES/ENCOURS DE CRÉDIT	8.54	88.59	1.35	98.48
KPPT	CAPITAUX PROPRES/PRÊTS TOTAUX	2.77	92.39	0.00	95.16
MGB	MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT	95.80	0.77	0.01	96.58
PFHIPFN	PRODUITS FINANCIERS HORS INTÉRÊTS/PRODUITS FINANCIERS NETS	9.27	25.18	8.38	42.82
PFNIPIN	PRODUITS FINANCIERS NETS/INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS D'INTÉRÊTS	61.99	9.25	6.71	77.96
PRNCHA	PRODUITS FINANCIERS NETS/CHIFFRE D'AFFAIRES TOTAL	59.37	13.09	0.04	72.50
PRQPT	PRÊTS À RISQUE-PRÊTS & CAUTIONS/PRÊTS TOTAUX & CAUTIONS	14.12	2.78	19.16	36.06
PSTKP	PASSIF TOTAL/CAPITAUX PROPRES	11.96	83.77	0.47	96.20
PTTDEP	PRÊTS TOTAUX/TOTAL DES DÉPÔTS	1.03	6.31	62.81	70.15
RBIPI	RENDEMENT BRUT DES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS D'INTÉRÊTS	26.82	1.66	35.57	64.05
RNIPI	RENDEMENT NET DES INVESTISSEMENTS PRODUCTIFS D'INTÉRÊTS	33.42	10.41	35.67	79.51
TITDEPEMP	TITRES + AUTRES INTÉRÊTS/DÉPÔTS + EMPRUNTS	12.70	6.94	27.00	46.64
TPFFF	TOTAL DES PRODUITS FINANCIERS/FRAIS FINANCIERS	44.94	16.13	11.00	72.08

L'axe 3 oppose les banques faisant reposer leur activité sur l'intermédiation classique (direction positive de l'axe) à celles recherchant la rentabilité par la diversification des opérations (direction négative de l'axe).

Le quadrant sud-ouest (graphique x2) associe les banques défaillantes avec une forte rentabilité et une faible proportion d'opérations d'intermédiation classique (PTTDEP). Autrement dit, la stratégie des banques (qui vont subir des défaillances) pourrait se définir comme la recherche de rentabilité en mettant l'accent sur des activités hors-intermédiation (opérations de hors-bilan, opérations sur le marché des titres, etc.).

Au total cette analyse permet de rapprocher trois dimensions: une forte rentabilité, la diversification vers des opérations hors-intermédiation et une forte vulnérabilité. Ces résultats

peuvent être interprétés comme l'illustration, déjà mentionnée à l'occasion de l'analyse des faits stylisés, de notre hypothèse selon laquelle le comportement stratégique des banques défaillantes est orienté vers la recherche d'une forte rentabilité par des opérations à risques, de nature spéculative et sources de fragilisation.

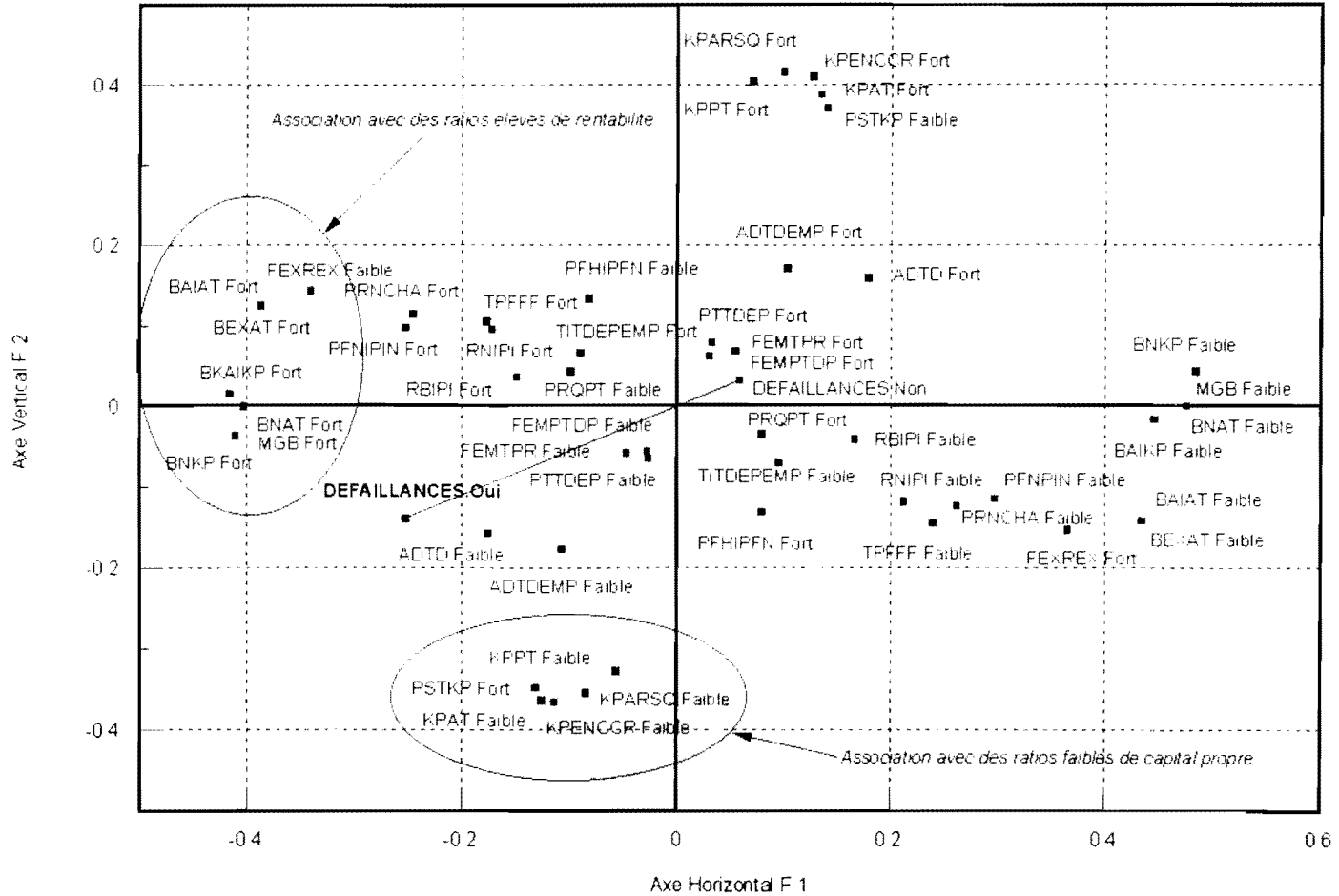
Le cas de la Corée

Corée : Analyse des correspondances multiples

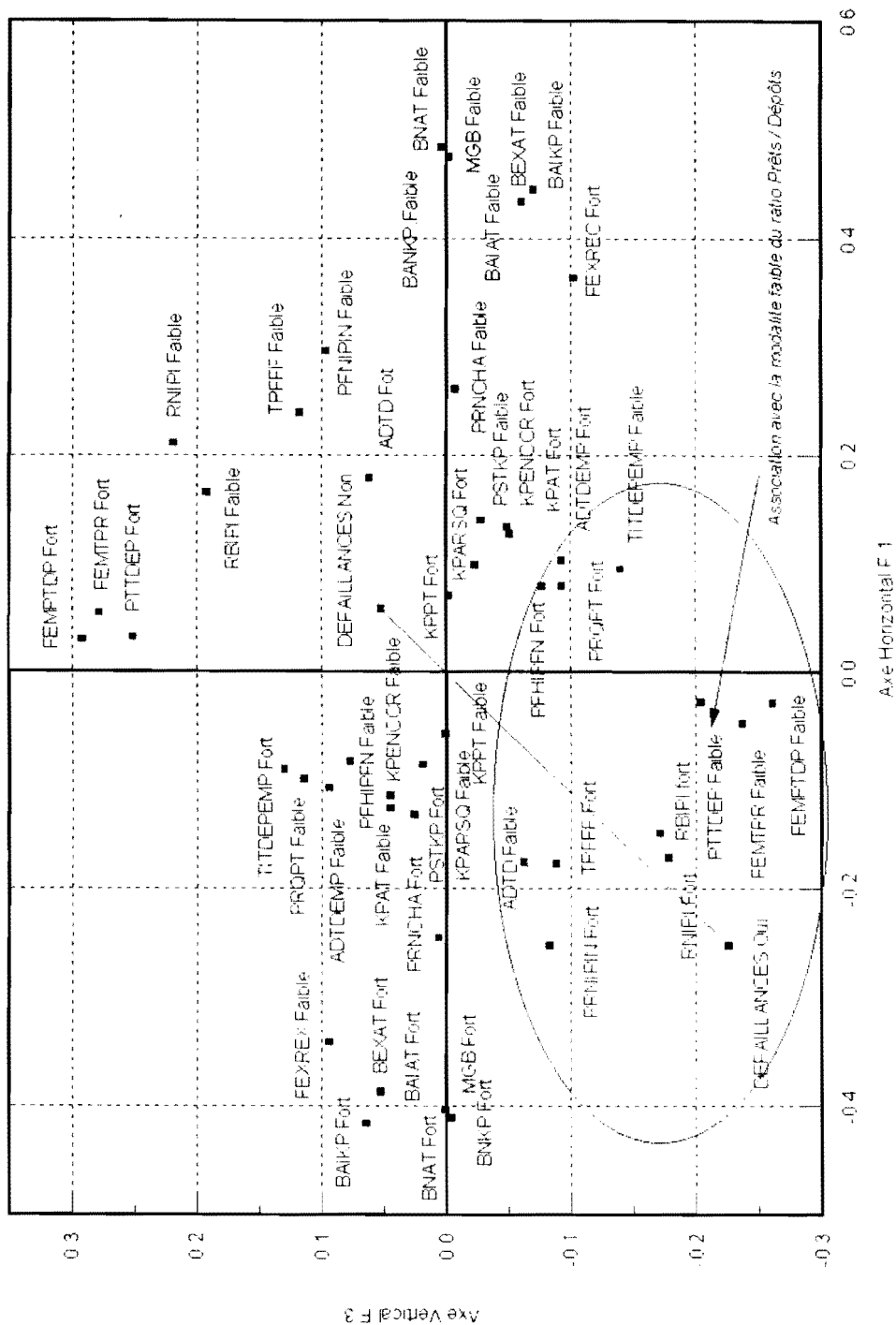
L'axe 1 peut être interprété comme une mesure de l'intermédiation traditionnelle, associée à la liquidité. Cet axe oppose les banques dont l'activité d'intermédiation était plutôt faible en 1996 (direction négative de l'axe, notamment expliquée par une faible croissance des prêts et un ratio de prêts/dépôts faible), mais que restaient plutôt liquides (aussi bien la part des actifs disponibles

Argentine : Analyse des correspondances multiples

Axes factoriels 1 et 2



Argentina : Analyse des correspondances multiples
 Axes factoriels 1 et 3



sur les actifs totaux que le ratio actifs disponibles sur la somme des dépôts et emprunts, ont une modalité forte); aux banques dont l'activité d'intermédiation était forte, caractérisées par un moindre liquidité.

L'axe 2 résume le développement des produits financiers (produits financiers/investissements productifs d'intérêts, produits financiers/chiffre d'affaires), associé à des variables représentatives de la rentabilité (ROE, marge brute et résultats en 1998). Cet axe oppose les banques qui ont fait un développement des produits financiers plus élevé, qui ont eu des rendements plus élevés en 1996 et ont eu des pertes en 1998 (direction négative de l'axe), aux banques que ont réalisé moins de

bénéfices en 1996 et qui ont fait relativement moins de développement des produits financiers.

Les banques de notre échantillon les plus atteintes par la crise de 1998 se placent dans le quadrant sud-ouest, associées à des rendements relativement élevés, à un développement important des produits financiers et à une faible intermédiation traditionnelle (tout en restant liquides). Cette analyse peut s'interpréter (comme dans le cas de l'Argentine) comme le résultat de la stratégie des banques défailtantes en 1998 qui se sont orientées vers la recherche de taux de rendement élevés par des opérations de nature spéculative, avec en conséquence une fragilisation de leurs bilans.

Axes factoriels 1 et 2

