



La crisis asiática: efectos en América Latina

Autor: György Csizmadia

**MBA - Instituto de Empresa
España**

Noviembre 1998

www.asiayargentina.com

E-mail: contactenos@asiayargentina.com

Introducción:

La devaluación del Baht Tailandés del 2 de Julio 1997 (gráfico US Dollar Forex Rates: Asia) pasado ha provocado una ola de turbulencias en los mercados bursátiles y monetarios que ha sobrepasado el efecto "Tequila" que había seguido la devaluación del peso mexicano en 1994.

La crisis asiática ha impactado a los países latinoamericanos en distintas etapas.

Entre julio y agosto de 1997, cuando la crisis obligó a la primera depreciación de las monedas de Tailandia, Filipinas, Malasia e Indonesia y deprimió sus mercados bursátiles, no tuvo efectos significativos para América Latina, con la probable excepción del precio del cobre, que empezó a decaer en julio de 1997. En octubre 97, el contagio, o efecto "Tom Yum" (es una sopa tailandesa), "Bahtulism" o "Thaiphoo" para otros comentaristas, ha conllevado una serie de devaluaciones y caídas de los mercados bursátiles de otros países asiáticos, incluyendo Hong Kong y Corea del Sur (gráfico Stock Markets: Asia). A partir de este momento los mercados bursátiles norteamericanos y latinoamericanos sufrieron caídas brutales (gráfico Stock Markets: Americas) y en el caso latinoamericano especulación contra sus divisas (gráfico US Dollar Forex Rates: Latin America).

Principales motivos del contagio

Diversas Razones interrelacionadas explican este efecto; a saber:

I. Razones Técnico-Psicológicas.

Los inversores que tienen diversificada su cartera de valores en diferentes países de Asia y América Latina, debido al hundimiento de la economía en los países emergentes asiáticos, se ven en la necesidad de hacer efectivos sus ganancias en América Latina para compensar, de algún modo, las pérdidas sufridas por sus inversiones en Asia, mantener así su liquidez. Los sectores más sensibles a los movimientos de capital exterior son los más afectados por esta desinversión. Así, el capital se desplazará hacia países con economía estable en lo que se conoce como efecto "flight to safety" (vuelo hacia la seguridad"). Mecánicamente los efectos "desinversión" y "vuelo hacia la seguridad" provocan el fin del boom de las valoraciones empresariales altas, del semi-boom del crédito provocando presiones sobre los cambios y un acceso mucho más costoso al capital. En países frágiles en términos presupuestarios como Brasil, estos dos efectos provocan una mayor dependencia de los flujos de caja exteriores, dificultando la gestión de la deuda externa y encareciendo la financiación del déficit de cuenta corriente.

Dependencia en las entradas de capital extranjeras (billones de USD)

	1995	1996	1997 estimado	1998 estimado	1999 estimado
Flujos Privados					
América Latina	43.6	95.6	97.5	85.9	76
Europa	38.8	44.5	67.5	44.1	44.2
Africa/Oriente Medio	8.6	6.2	16.9	8.7	12.8
Asia/Pacífico	137.1	161	59.7	19.4	25.4
Corea S./Indonesia/ Malasia / Tailandia / Filipinas	83.8	93.8	-6	-24.6	-15.1
Flujos oficiales					
América Latina	25.4	-10.6	-3.9	3.8	6
Europa	2.9	10.6	8.6	7.2	11.4
Africa/Oriente Medio	3	1	-1.6	-0.3	0.6
Asia/Pacífico	8.5	2.5	37.6	31.5	8.3
Corea S./Indonesia/ Malasia/Tailandia/Filipinas	2.5	-2.6	30.9	28.3	5

Fuente: Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, 29/9/1998.

Cuenta corriente de los países emergentes (en porcentaje del PNB)

	1995	1996	1997 estimado	1998 estimado	1999 estimado
América Latina	-2	-2	-3.1	-4.1	-3.7
Europa	-0.3	-0.9	-1.7	-3.7	-1.6
Africa/Oriente Medio	-2.3	-0.4	0.5	-2.1	-2.7
Asia/Pacifico	-2.7	-2.3	-0.1	3.6	3
Corea S./Indonesia/Malasia/Tailandia/Filipinas	-4.1	-5.1	-2.6	9.4	8.5

Fuente: *Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, 29/9/1998.*

Resultado: Crédito mas caro.

El incremento del spread (gráfico Flight to Quality) sobre los bonos ha afectado todos los países emergentes incluso si este incremento no corresponde a una evaluación realista de las posibilidades de incumplimiento: Argentina no es Brasil por ejemplo.

II. Razones Comerciales.

Las devaluaciones de las monedas y la recesión económica en los países de Asia están provocando una contracción de las importaciones con consecuencias para todo el comercio mundial.

En efecto, como esta representado en la pagina 9, China, Corea del Sur, Filipinas, Indonesia, Malasia, Singapur, Tailandia, Taiwan y Hong Kong representaban mas o menos un 15% del comercio mundial en 1996 de diversos productos.

Además, la crisis en Asia no afectará solamente a América Latina, sino también a todos los países industrializados pues, según la OCDE, el ritmo de crecimiento de estos se va a reducir un 0.9 % durante el año 98, con las consiguientes repercusiones sobre el comercio internacional.

Efecto en las exportaciones

Si se incluye a la economía japonesa, la economía desarrollada más afectada por esta crisis, Asia representa entre un 25 % y un 30 % del comercio mundial en 1996 (ver página 9 también). Una menor demanda de estos países incidirá tanto en el volumen comercializado como en el precio de los productos que tienen un mercado importante en los países afectados.

Producto Nacional Bruto de los países emergentes (tasas de variación anual)

	1995	1996	1997 estimado	1998 estimado	1999 estimado
Producto nacional bruto	4.4	5	5	1.2	1.4
América Latina	0.4	3.7	5.2	2.6	1.3
Europa	2.1	0.1	2.8	0.8	-1.1
Africa/Oriente Medio	2.5	5	2.3	3	3.7
Asia/Pacifico	8.9	8	6.2	-0.1	2.2
Corea S./Indonesia/Malasia/Tailandia/Filipinas	8.4	7	4.5	-9.1	-3.8

Fuente: *Capital Flows to Emerging Market Economies, Institute of International Finance, 29/9/1998.*

La contracción de las importaciones de los países del este y del sudeste asiático afecta directamente las exportaciones latinoamericanas, especialmente en Chile, Perú, Ecuador y Brasil (en 1996 según las hojas de calculo en paginas 10 y 11: 14%, 9%, 7% y 7% de las exportaciones de estos cuatro países, respectivamente). Esta contracción también puede transmitir la crisis asiática a través de los precios de los productos que exporta América Latina a Asia. Tal sería el caso de ciertos productos primarios para los que la participación de los países del este y del sudeste asiático en la demanda mundial es importante. En 1995 Asia representaba alrededor del 15% de las importaciones mundiales de materias primas agrícolas, de minerales y metales y de petróleo. Desde el punto de vista materias primas, Venezuela es un factor de contagio muy importante en América Latina debido a su dependencia de los productos petroleros (que representan la mitad de sus ingresos). El precio del barril ya ha caído de la misma manera que otras materias primas pero debería quedar a estos niveles desde el acuerdo de los países del OPEP de producir mas en un momento donde la demanda va probablemente a bajar un millón de barriles en Asia. Según Edward Yardeni de Deutsche Morgan Grenfell New York, la crisis asiática podría deprimir la demanda regional de petróleo más o menos en una proporción 5 veces mayor que lo que había pasado en México en 1995; eso implicaría un consumo diario de un millón de barriles menos.

Efecto en las importaciones de los países latinoamericanos

La crisis asiática también incide sobre las exportaciones de estos países asiáticos: las devaluaciones, la contracción de la demanda interna y la existencia de capacidad instalada ociosa deberían favorecer las exportaciones de los países más afectados por la crisis. En consecuencia, es muy probable que el volumen de las exportaciones manufactureras provenientes de Asia se expandirán durante 1998, lo que ejercería una presión competitiva en los países latinoamericanos.

Efectos indirectos entre países latinoamericanos.

Después de los efectos directos de la crisis hay que hablar de los efectos indirectos, si un país tan importante como Brasil debe entrar en recesión, devaluar o tomar otras medidas importantes, es evidente que eso va a tener aspectos indirectos. Brasil que cuenta por mucho (42 % según los datos 1997) en el PIB de América Latina tiene una deuda domestica muy alta y en consecuencia es muy dependiente en las entradas de capital (ver gráficos paginas 5 y 12). Eso puede forzar al gobierno brasileño a mantener los tipos a un nivel alto participando a un fenómeno de crowding out.

**Participación de economías asiáticas en las importaciones mundiales
de grupos de productos escogidos, 1996**
(en porcentaje del total mundial)

	Alimentos	Materias primas agrícolas	Combustibles	Minerales y metales	Bienes manufact.	Textiles
Este y Sudeste Asiático			14.4	36.2	6.4	14.6
Indonesia		1.7	0.9	2.5	0.3	0.7
Malasia	0.9	0.8	0.5	3.7	0.4	0.5
Filipinas	0.6	0.6	0.7	1.6	0.2	0.4
Corea del Sur		5	5.5	9	0.9	1.8
Tailandia	0.6	2.2	1.1	4.7	0.5	0.7
Hong Kong		2.4	1	5.1	2.6	8.5
Singapur	1.2	0.7	2.8	3.1	0.8	1
Taiwan	1.3	2.8	1.9	6.5	0.7	1
China	1.8	5.3	1.6	8.3	1.3	4.6
Japón	11.6	12.4	13.7	14.8	2.7	7.5
Total	23.3	33.9	29.7	59.3	10.4	26.7
Total mundial		100	100	100	100	100

Fuente: UNCTAD, Handbook of International Trade and Development Statistics, 1995

Exportaciones de América Latina hacia Asia, 1996 (en miles de USD y porcentajes)

Destinos	Argentina		Bolivia		Brasil		Chile		Colombia	
	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%	Valor	%
Este y Sudeste Asiático		5.80%	2,919	0.30%	3,246,919	6.60%	2,177,568	13.70%	80,723	6.90%
Corea del Sur	204,001	0.80%	550	0.10%	838,436	1.70%	892,210	5.60%	314,421	6.30%
Filipinas	64,878	0.30%	nd	nd	322,120	0.70%	103,211	0.60%	2,434	0.00%
Indonesia	222,439	0.90%	25	0.00%	290,744	0.60%	147,478	0.90%	224	0.00%
Malasia	303,147	1.20%	2169	0.20%	233,225	0.50%	69,584	0.40%	742	0.00%
Singapur	43,598	0.20%	nd	nd	333,121	0.70%	88,056	0.60%	115	0.00%
Tailandia	144,803	0.60%	16	0.00%	395,594	0.80%	119,016	0.70%	759	0.00%
Taiwan	225,441	0.90%	157	0.00%	400,968	0.80%	652,634	4.10%	22,178	0.40%
Hong Kong	215,923	0.90%	2	0.00%	432,711	0.90%	105,379	0.70%	3,694	0.10%
Japón	512,457	2.10%	3,786	0.30%	3,047,112	6.20%	2,530,559	15.90%	138,699	2.80%
Este y Sud. Asiát. + Japón		7.80%	6,705	0.60%	6,294,031	12.80%	4,708,127	29.60%	453,164	9.70%
Otros Países de Asia	1,146,865	4.60%	282	0.00%	1,883,944	3.80%	584,831	3.70%	74,466	1.50%
Bangladesh	72,160	0.30%	nd	nd	61,953	0.10%	7,360	0.00%	5	0.00%
China	607,449	2.50%	274	0.00%	1,113,819	2.30%	372,931	2.30%	67,121	1.40%
India	183,327	0.70%	6	0.00%	184,908	0.40%	99,161	0.60%	3,646	0.10%
Pakistán	68,006	0.30%	nd	nd	90553	0.20%	nd	nd	nd	nd
Otros Países	20,725,778	83.80%	1,079,949	99.30%	39567246	80.40%	10113598	63.70%	4331964	87.30%
Total	24,740,272	100.00%	1,087,216	100.00%	49,196,454	100.00%	15,886,008	100.00%	4,960,468	100.00%

Fuente: Comisión Económica para América Latina y Caribe de las Naciones Unidas, 1998.)

Exportaciones de Sudamérica y México hacia Asia, 1990-1997 (porcentajes)

	1990	1996	1997 (Enero-Septiembre)
Argentina	10.2	12.1	15
Brasil	16.8	16.2	15.3
Chile	24.6	33.3	38.1
Colombia	4.5	4.3	3.9
México	6.7	3.3	3.3
Perú	20.9	23.8	25.3
Venezuela	4	1.9	1.9
Media	11.3	9.5	10.3

Fuente: SELA, "The impact of the Asian crisis on Latin America", Febrero 1998.

América Latina y Caribe: Saldo de la Cuenta corriente.

PNB Mundial 1997 en billones de USD

1	Estados Unidos	7.745
2	Japón	4,201
3	Alemania	2,100
4	Francia	1.396
5	Reino Unido	1,271
6	Italia	1,145
7	Brasil	786
8	Canadá	603
9	España	531
10	Corea del Sur	442
11	Australia	391
12	Holanda	360
13	Argentina	322
14	Suecia	227
15	Indonesia	214
16	Austria	206
Ventas 1996 Exxon + Mobil		197
17	Hong Kong. China	171
18	Dinamarca	161
Ventas 1996 General Motors		158
19	Tailandia	154
20	Noruega	153
Ventas 1996 Ford Motor Company		147
21	Polonia	135
22	Africa del Sur	129
23	Grecia	119
24	Finlandia	116
25	Malasia	97
26	Portugal	97
27	Singapur	96
28	Filipinas	83
29	Egipto	75
30	Irlanda	72
31	Nueva Zelanda	64
32	Pakistán	64
33	Perú	62
34	Nigeria	52
47	Líbano	15
Ventas 1996 TELEFONICA		15

Fuente: Balance Preliminar de la Economía de América Latina y Caribe 1997,

Comisión Económica para América Latina y Caribe de las Naciones Unidas.

El Project Finance es una técnica financiera que permite la financiación de infraestructuras o equipamientos importantes por medio de los flujos de caja producidos por estas infraestructuras o equipamientos una vez sean operativos. En consecuencia, acontecimientos como devaluaciones, subidas de tipos de interés y disminución de la demanda son muy importantes para la viabilidad económica de los proyectos actuales y futuros.

El Banco Mundial estima, por ejemplo, que cada punto de crecimiento del PNB en los países emergentes necesita gastos equivalentes en infraestructura para la sustitución de los servicios existentes.

Efectos sobre las Financiaciones existentes.

Todo va a depender de la manera en la que las operaciones fueron estructuradas. En teoría, debido a la naturaleza a largo plazo de un Project Finance, los riesgos de cambio y de infra utilización están si no cubiertos, al menos planeados.

Tres tipos de riesgos de cambio y sus mitigaciones.

El riesgo de no convertibilidad.

Es posible prevenir este riesgo con la exigencia de que los pagos se hagan directamente en divisas fuertes. Una manera de conseguir este resultado es relacionar el proyecto con un negocio local exportador (trueque). Un acuerdo previo con las autoridades locales sobre un acceso prioritario al mercado de cambios o una garantía de disponibilidad son también otras opciones. Contratos de swaps se pueden establecer pero son muy caros o inexistentes en los países emergentes (especialmente ahora).

El riesgo de control de cambios.

El riesgo de control de cambios significa que una divisa local o extranjera puede tener limitaciones el día de salir del país. No obstante, estas limitaciones se pueden evitar con las mismas técnicas que las descritas arriba en el riesgo de no convertibilidad. Hay también seguros contra este tipo de riesgo político, una filial de la Banco Mundial, el MIGA (Multilateral Investment Guarantee Agency) se encarga de este tipo de seguro.

El riesgo de devaluación.

Se previene con **cláusulas de indexación** de los ingresos que se reservan el derecho de ajustar los precios de ventas de los productos o servicios al tipo de inflación o a la evolución de una divisa exterior. Otro método es contratar un seguro de cambio. Un **aval** puede también tener un papel en el sentido de que impone un garante que contribuya en capital adicional si una deficiencia en caja ocurre. Por fin, cuando es posible económicamente, la contratación de las deudas en la misma divisa que los ingresos es obviamente recomendable y si no el uso de derivados. Estos son, por definición, mecanismos de cobertura, pero desgraciadamente no disfrutan de una gran disponibilidad en los países emergentes.

Riesgo de infra utilización (offtake risk).

El riesgo de que el proyecto no genere un flujo de caja suficiente se puede mitigar con diversas técnicas como la venta a largo plazo del producto o servicio con acuerdo de "throughput" (en tema energéticos) donde una cantidad mínima debe estar comprada de manera que garantice un nivel de ingresos mínimos a la entidad jurídica encargada del proyecto. Se suele también poner una cláusula "take or pay" donde el comprador del servicio tiene que comprar una cantidad determinada so pena de pagar una indemnización. Seguros de pago de la deuda (underwriting), swaps y derivados y mecanismos de "over-collateralization" donde el valor de los activos que cubren el riesgo sobrepasa el valor de las obligaciones financieras.

Efectos sobre los Project Finance futuros.

Una tendencia muy clara existe para el crecimiento de las financiaciones estructuradas.

Valor de los Project Finance en los países en desarrollo.

	Numero de Proyectos	Valor (millones de USD)
1966-1987	7	517
1988	2	409
1989	6	704
1990	4	1,279
1991	6	1,103
1992	8	1,384
1993	15	3,699
1994 (6 meses)	30	5,512

Fuente: International Project Finance Corporation, 1994

Es muy difícil conseguir información muy actualizada sobre el tema pero se puede ver que el número (80 % concierne a los sectores de energía y telecomunicaciones, el 20 % restante concierne a los transportes) y el valor de los Project Finance no ha parado de crecer durante estos últimos años, representando América Latina un 50 % de este vencimiento. La tendencia al crecimiento, en términos de infraestructuras privadas, tiene su origen en el hecho de que los medios económicos públicos son muy limitados. En consecuencia, los gobiernos piden colaboraciones del sector privado para sobrepasar las deficiencias de las infraestructuras públicas. Eso es muy positivo para el futuro de las financiaciones estructuradas en América Latina. No obstante, el problema del coste de las garantías está íntegramente relacionado con las proyecciones económicas generales. Cuanto más difícil es un proyecto, más costarán las garantías. El pequeño modelo de vulnerabilidad Financiera aplicado a América Latina abajo está inspirado en un discurso de Joe Stiglitz del Banco Mundial. Creo que es útil para ver los riesgos todavía muy actuales de América Latina.

Riesgo	Justificación
Crecimiento económico sostenido	4 Riesgo presente debido a la apreciación de los tipos de cambio.
Disminución de las exportaciones	4 Contagio vía los canales comerciales.
Bal. de los pagos corrientes	4 La desaceleración del crecimiento del volumen de las exportaciones y una caída de su valor modifican radicalmente las relaciones deuda/exportaciones e intereses/exportaciones.
Liquidez	4 Alto ratio de deuda a corto frente a las reservas financieras.
Cambio	4 Deuda exterior.
Interés	4 Sector corporativo altamente endeudado después del boom de las valoraciones empresariales y del crédito.

Conclusión:

Una conclusión de la situación financiera actual es que los sponsors deberán tener mucho más en cuenta el mercado doméstico para financiar los futuros proyectos de inversión. No obstante, el sector bancario doméstico, incluso si se ha reforzado mucho recientemente con importantes inversiones extranjeras, sufre tipos de ahorro muy bajos (19 % del PNB de América Latina en 1996). Eso va a tener consecuencias, al menos a corto plazo, sobre las financiaciones estructuradas porque las entidades extranjeras prefieren actuar con compañías de primer nivel y, en adelante, pocos sponsors en América Latina van a poder vender la idea de contratos de offtake ("offtake contracts") relacionados con el dólar. Esta situación deberá servir de motivo a técnicas más imaginativas como el barter y el countertrade que podrían imponerse como sustitutivo, al menos hasta que los mercados regresen a una cierta estabilidad.

Bibliografía:

- American Economic Review (Boston, MA) Papers and Proceedings vol.88, Mayo 1998 Graciela L. Kaminsky y Carmen M. Reinhart: Financial Crisis in Asia and Latin America: Then and Now.
- Chew, Donald H. Jr., The New Corporate Finance, Second Edition, Mc Graw-Hill, 1999.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Santiago de Chile) Balance Preliminar de la Economía de América Latina y el Caribe 1997. Impacto de la crisis Asiática en América Latina, 16 de mayo 1998
- Deutsche Bank Research, US Equity Research (New York, NY)
Nº 18, 22 de junio 1998, Global Economic Analysis: Excess Capacity boom
Nº 26, 31 de agosto 1998, Global Portfolio Strategy: Flight to Quality

Nº 15, 25 de septiembre 1998, Global Market Briefing

- Deutsche Morgan Grenfell, US Equity Research (New York, NY)

Nº 38, 15 de diciembre 1997, Weekly Economic Analysis: More OPEC Oil, less Asian demand.

- Financial Times (Londres, UK) Latin America: Slow Motion Dominoes, 17 de Agosto 1998.

- Institute of International Finance Inc. (Washington, DC)

Capital flows to Emerging Market Economies, 29 de Enero, 1998.

Capital flows to Emerging Market Economies, 29 de Septiembre 1998.

- International Monetary Fund (Washington, DC)

Summary of World Output, 1998.

- United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD

(Nueva York y Ginebra) Trade and Development Report 1998, Financial Instability. World Investment Report 1998, Trends and Determinants.

- World Bank (Washington, DC) Press conference on Asian Lessons for Latin America, The World Bank, Washington, D.C., 15 de Abril 1998. Total GDP 1997, 2 de Septiembre 1998.

Nº 207

La crisis asiática: efectos en América Latina

Autor: György Csizmadia

MBA - Instituto de Empresa, España

Noviembre 1998

www.asiayargentina.com

Editor General: Gustavo A. Girado

E-mail: contactenos@asiayargentina.com