

Capítulo III

LA INESTABILIDAD FINANCIERA INTERNACIONAL Y LA CRISIS DEL ASIA ORIENTAL

A. Introducción

En menos de un año desde mediados de 1997 las economías del Asia oriental han pasado de ser el ejemplo más logrado de desarrollo de la historia moderna al estancamiento y el declive económicos. Las tasas de crecimiento que habían sido por término medio del 8 al 10% anual durante muchos años han pasado a ser negativas, unas economías que habían gozado de un empleo en todo momento elevado y registrado penurias laborales ahora sufren un desempleo grande y en rápido aumento, y los activos de los mercados bursátiles que habían dirigido la diversificación global hacia los mercados emergentes han perdido la mitad de su valor o más. En mucho menos tiempo de lo que tardó el desplome de las bolsas de 1929 en convertirse en la Gran Depresión del decenio de 1930, las economías asiáticas que se mostraban antaño como ejemplo de una política económica prudente y sostenible se han transformado, en el sentir de muchos, de "milagros" económicos en sistemas estructuralmente inestables incapaces de formular su propia política económica y que han sido colocados bajo la tutela del FMI. Nunca las perspectivas económicas de un grupo tan grande de economías cambiaron tan radicalmente y con tanta rapidez.

El telón se levantó sobre el primer acto de la crisis del Asia oriental a principios de julio de 1997, cuando el Banco de Tailandia retiró su apoyo al baht, dejando que se moviera fuera de la banda de cambio con el dólar, medida ésta seguida pronto por los demás países de la región. No obstante, en lugar de crear expectativas de una mejor competitividad y de un ajuste de pagos necesario para sostener el crecimiento rápido, el paso a unos tipos de cambio flotantes desencadenó unas salidas masivas de capital en toda la región, impulsando a la baja los precios de acciones y obligaciones y las monedas hasta unos mínimos sin precedentes. Cuando el ajuste del tipo de cambio se transformó en una virulenta enfermedad que infectó a la región entera con pánico financiero se produjeron unos perjuicios económicos asociados por lo común a guerras o catástrofes naturales.

Una explicación popular de la crisis pone el acento en la reacción de los mercados de divisas y de valores ante el desequilibrio en los pagos y el debilitamiento de los indicadores económicos fundamentales. Entre los factores que han contribuido a la crisis uno de los que se citan más corrientemente es una reglamentación y supervisión laxas del sistema financiero. Se considera que esto, junto con unas garantías estatales implícitas, ha suscitado riesgo moral y producido un endeudamiento exterior excesivo. Además, la mucha intervención pública en la adopción de decisiones económicas creó corrupción y amiguismo que distorsionaron aún más la estructura de los incentivos y redujo la eficiencia de las inversiones.

Si bien este diagnóstico contiene algunos elementos de verdad, no brinda una explicación satisfactoria de por qué el pánico irrumpió cuando lo hizo, o de dónde se produjo, o de por qué se extendió a toda la región. Aún más importante es que esta explicación de la crisis se basa en características específicas de los sistemas económicos de la región e ignora las analogías con las crisis de economías desarrolladas y en desarrollo organizadas en sistemas socioeconómicos bastante diferentes. A decir verdad, la inestabilidad financiera se ha dado con frecuencia cada vez mayor desde finales del decenio de 1970, como pusieron de manifiesto la crisis bancaria y de la deuda en el Cono Sur de Sudamérica, la crisis latinoamericana de la deuda del decenio de 1980, la crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos que duró más de una década desde poco antes de 1980, y las grandes caídas de las cotizaciones de los mercados bursátiles de todo el mundo en 1987 y 1989. A pesar de la mayor presencia de políticas macroeconómicas adecuadas y de una mayor estabilidad de los precios en el decenio de 1990, se han registrado crisis de los sistemas financieros en intervalos aproximadamente de dos años: la crisis monetaria del Sistema Monetario

Europeo (SME) de 1992 fue seguida de la crisis mexicana de 1994, y la crisis mexicana de la crisis del Asia oriental de 1997. Esta última, a pesar de sus rasgos propios, resulta formar así parte de lo que se ha convertido en una característica endémica de la economía globalizada.

En este capítulo se intenta explicar la crisis del Asia oriental en el contexto de una mayor inestabilidad financiera sistémica en el mundo. La sección B examina diversos elementos que han caracterizado a las crisis financieras desde 1970. En la sección C se hace un análisis de los factores que crearon vulnerabilidad financiera en el Asia oriental como preludio de la crisis, y una evaluación de los factores básicos que se difundieron por toda la región y en el plano mundial. Como se dispone de información clara de que la respuesta de la política económica a la crisis ha contribuido a agravarla, en la sección D se analiza este aspecto, mientras que en la E se exponen las consecuencias sociales de la crisis. El capítulo concluye con un breve examen de las implicaciones generales de la crisis para el modelo de desarrollo económico del Asia oriental.

B. Anatomía de las crisis en el período posterior a Bretton Woods

Desde el colapso del sistema de Bretton Woods la creciente movilidad global del capital ha ido acompañada de una mayor frecuencia de las crisis financieras en los países tanto desarrollados como en desarrollo. Esas crisis han revestido formas diversas: crisis financieras nacionales que afectan al sector bancario o al mercado financiero o a ambos a la vez, perturbaciones monetarias y crisis de la deuda exterior. La experiencia muestra que en los países en desarrollo las crisis financieras internas a menudo se traducen en conmociones monetarias, dificultades de pagos e incluso crisis de la deuda exterior. Del mismo modo, el cambio de signo de las corrientes externas de capital o los ataques a las monedas casi siempre amenazan a la estabilidad financiera interna de los países en desarrollo. En cambio, las perturbaciones monetarias en los países industriales no se suelen extender a los mercados financieros nacionales ni los desórdenes financieros internos conducen necesariamente a crisis monetarias y de pagos. El endeudamiento exterior, juntamente con la dolarización de las economías del Sur, explica en buena parte esa diferencia.

En el anexo a este capítulo se resumen los rasgos más sobresalientes de tres episodios de crisis en la era posterior a Bretton Woods: unas crisis monetaria, una crisis bancaria y una crisis que combinó inestabilidad financiera interna y externa, con dificultades en este último caso en el servicio de la deuda. En la primera – la crisis del SME de 1992 – hubo perturbaciones apreciables en los mercados monetarios, sin que tal cosa, sin embargo, amenazara al sistema bancario y financiero de los países afectados. En el segundo episodio – la crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos – las principales dificultades se produjeron en el sistema financiero interno, pero no provocaron inestabilidad monetaria. Ni tampoco lo hicieron el desplome de los mercados bursátiles de 1987 y 1989 y el hundimiento del mercado de bonos de 1994. En estos tres casos sin excepción las dificultades se limitaron a los mercados financieros, con pocas repercusiones en la estabilidad de los sistemas bancarios. El tercer episodio – la crisis del Cono Sur de finales del decenio de 1970 y principios del de 1980 - presentó rasgos similares a los de la reciente crisis del Asia oriental: combinó inestabilidad interna y externa, suscitándose las consiguientes dificultades en el servicio de la deuda exterior. En ambos casos, y en contraste con la crisis mexicana de 1994 y la crisis de la deuda latinoamericana del decenio de 1980, la acumulación del endeudamiento exterior tuvo lugar casi completamente en el sector privado.

Si bien cada episodio tiene sus propias características, varios rasgos comunes han marcado la historia de las crisis posteriores a Bretton Woods. En primer lugar, muchas de ellas han ido precedidas de una liberalización de la economía, concretamente del sector financiero. En particular, la desregulación financiera y la liberalización de la cuenta de capital parecen ser el mejor augurio de las crisis de los países en desarrollo. En segundo término, todos los episodios de inestabilidad monetaria se han iniciado con un pronunciado incremento de las entradas de capital seguido de unas salidas igualmente grandes. Tales altibajos en esas corrientes guardan relación con los cambios de la política económica interna o externa que producen grandes divergencias en las condiciones financieras nacionales en comparación con las del resto del mundo. Esas divergencias se reflejan frecuentemente en unos diferenciales de

los tipos de interés y unas expectativas de plusvalías. Los cambios de signo de las corrientes de capital van asociados a menudo, pero no siempre, a un deterioro de las condiciones macroeconómicas del país receptor. Sin embargo, tal deterioro obedece frecuentemente a los efectos de las propias entradas de capital, así como a acontecimientos externos, más bien que a cambios en la política macroeconómica interna. Por último, las crisis financieras tienden a relacionarse más estrechamente con ciertos tipos de corrientes financieras y ciertas clases de prestatarios y prestamistas que con otros. No obstante, las condiciones en las que esas crisis se han producido han sido más bien diversas en lo que atañe a tipos de corrientes financieras, y a prestatarios y prestamistas.

1. Liberalización y arbitraje internacional

La liberalización, los diferenciales de los tipos de interés y la estabilidad del tipo de cambio nominal son los principales factores que atraen al capital. La rápida liberalización suele crear expectativas de mejora de los indicadores económicos fundamentales y de grandes ganancias de capital, y hace que se piense que se corren pocos riesgos. Los diferenciales de los tipos de interés brindan un fuerte incentivo a las empresas y bancos nacionales para que reduzcan el costo de su financiación endeudándose en el extranjero (arbitraje de los tipos de interés), al mismo tiempo que permiten a los inversores foráneos acrecer la rentabilidad de su capital diversificando sus carteras y prestando en los países en desarrollo. Esos diferenciales se deben al factor riesgo pero también pueden achacarse a las tasas de inflación o a las distintas políticas monetarias. En condiciones de tipos de cambio generalmente estables, tanto prestamistas como prestatarios tienden a aceptar fácilmente riesgos sustanciales en materia cambiaria. Esto es particularmente cierto en el caso de los prestatarios locales de economías que se hayan desregulado recientemente, que no siempre son plenamente conscientes de los riesgos que entraña endeudarse en moneda extranjera. En casi todos los casos la estabilidad del tipo de cambio forma parte de la política económica. Las propias entradas de capital a menudo refuerzan las expectativas existentes en el mercado en lo que atañe a los riesgos cambiarios, conduciendo a una apreciación.

A decir verdad, la existencia de corrientes de arbitraje muy cuantiosas que se aprovechan de los grandes diferenciales en los tipos de interés parece ser un elemento importante de todas las crisis monetarias del período posterior a Bretton Woods. En el Cono Sur, la decisión de remover los controles a las entradas de capital en una situación de política monetaria restrictiva, unida a la introducción de un tipo de cambio fijo, produjo unas entradas masivas. En la crisis latinoamericana de la deuda fue la combinación de un exceso de liquidez global, unos tipos de interés internacionales relativamente bajos y la ausencia de oportunidades rentables a la inversión en los países industriales a raíz de la crisis del petróleo lo que fomentó los préstamos a los países en desarrollo. En la crisis de 1992 del SME, también los diferenciales de los tipos de interés desempeñaron un papel importante - tipos altos en Italia y en el Reino Unido en relación con los de Alemania y los Estados Unidos - y trajeron fondos de arbitraje, alentados por la decisión italiana de levantar todos los controles que se seguían aplicando a las corrientes de capital y de adoptar la banda estrecha cambiaria del Mecanismo de Tipos de Cambio (MTC). En la génesis de la crisis mexicana de 1994, las corrientes obedecieron a una política de bajos tipos de interés en los Estados Unidos introducida para hacer frente a la deflación de deuda y a una política de estabilización del tipo de cambio en México, acompañada de una privatización generalizada y de un auge especulativo en los mercados de acciones y obligaciones. La crisis del Asia oriental tuvo sus orígenes en el mismo período, cuando unos tipos bajos en los Estados Unidos indujeron a los inversores a buscar mayor rentabilidad en mercados emergentes. Las elevadas tasas de crecimiento y los altos tipos de interés en el Asia oriental, juntamente con los problemas de los mercados latinoamericanos, produjeron grandes diferenciales cuya fuerte atracción no pudieron resistir los inversores internacionales. Estos se vieron alentados por una experiencia de 10 años de vinculación de las monedas que producía fluctuaciones no superiores al 10% en los tipos de cambio respecto del dólar.

En su concepto tradicional, el arbitraje no es permanente y acaba siendo eliminado al llevarse a cabo. No obstante, las corrientes internacionales de arbitraje de los tipos de interés tienden a reforzarse entre sí más bien que a eliminarse, haciendo más difícil mantener la política económica interna. Si no se esterilizan, conducen a una apreciación de la moneda, reforzando con ello las corrientes de capital y empeorando los pagos exteriores. La esterilización incrementa en primer lugar las reservas nacionales, dando la impresión de un fuerte respaldo del tipo

de cambio. No obstante, requiere emitir deuda interna, ejerciendo así una presión al alza sobre los tipos de interés, intensificando el diferencial de los tipos de interés y atrayendo todavía más corrientes de arbitraje. También, la esterilización mediante deuda interna con altos tipos de interés puede generar déficit fiscales. De esta suerte, si no hay controles, las entradas de capital suelen redundar en una combinación insostenible de apreciación del tipo de cambio real, mayores déficit exteriores o mayor déficit fiscal o ambas cosas a la vez.

2. Naturaleza de las corrientes financieras

Un factor que difiere apreciablemente en las diversas experiencias de crisis de la era posterior a Bretton Woods es la forma de las entradas de capital. En el Cono Sur revistió sobre todo la forma de préstamos de bancos extranjeros, y antes de la crisis latinoamericana de la deuda los préstamos sindicados de los bancos evolucionaron para atender a la necesidad de reciclar los excedentes de los productores de petróleo. A raíz de la crisis de la deuda de 1982, los préstamos bancarios prácticamente desaparecieron, para ser sustituidos por la emisión de bonos. Este proceso se inició con la emisión de bonos Brady y luego se recurrió a emisiones soberanas para pagar la deuda exterior pendiente. En la crisis mexicana las entradas fueron fundamentalmente inversión en cartera en acciones y obligaciones y deuda pública, todas ellas expresadas en pesos¹. La crisis asiática representa la vuelta a los préstamos bancarios internacionales, con una elevada proporción de créditos a corto plazo. Así, la forma del crédito ha descrito un círculo completo, desde préstamos de cada banco por separado a préstamos bancarios sindicados, a bonos soberanos y a corrientes de inversión en cartera, con un retorno a los préstamos bancarios. Los países asiáticos inicialmente tenían una proporción relativamente elevada de corrientes de inversión directa, y desde la crisis mexicana esos flujos a América Latina han aumentado sustancialmente.

De modo parecido, el vencimiento de la financiación ha ido desde un corto plazo predominante, pasando por un plazo mediano (algunos préstamos sindicados tenían vencimiento de hasta 10 años), hasta el largo plazo (bonos y acciones y obligaciones), con una vuelta al corto plazo. Los tipos de interés aplicados a los préstamos han sido tanto fijos como flotantes. Sin embargo, a pesar de esas diferencias en la forma, vencimiento y condiciones de los préstamos, existe un factor constante, a saber, la extrema volatilidad de las corrientes financieras en períodos de crisis. La divergencia en la forma de las corrientes recibidas por un país no parece haber constituido una diferencia sustancial en lo que atañe a las repercusiones de esas corrientes sobre las condiciones nacionales y a su cambio de signo posterior.

También existe variabilidad entre los prestamistas de fondos. En la crisis del Cono Sur eran principalmente bancos privados y empresas, al igual que en el Asia oriental. Aunque se sugiere a menudo que la crisis latinoamericana de la deuda de 1982 fue diferente al predominar prestatarios soberanos, tal afirmación no es del todo correcta. La preponderancia de los préstamos con garantía soberana se produjo sólo después de que la crisis se hubiera desencadenado y se estuviera ya intentando reestructurar la deuda². La solución de la crisis se acabó así logrando por los bancos en conjunción con los gobiernos, y la discusión sobre el reescalamiento de los préstamos se hizo entre esas mismas dos partes.

¹ No obstante, cuando el capital extranjero empezó a salir, los cetes denominados en pesos se convirtieron en tesobonos indicados en dólares.

² Los préstamos fueron casi en su totalidad sindicados, de los que el 53% se organizaron por bancos comerciales de los Estados Unidos en el período de 1974-1977, frente al 39% en 1978-1982. En 1981, más del 50% de los préstamos se hicieron a prestatarios del sector privado, en comparación con un 45% en 1979. Alrededor de dos tercios de los préstamos de los bancos estadounidenses correspondieron a prestatarios del sector privado. En 1983, primer año de reestructuración de la deuda, la parte de los préstamos con garantía pública aumentó a los dos tercios y llegó a alcanzar en 1985 el 85%. Por ejemplo, la Argentina comunicó que dos tercios del crédito total otorgado por bancos extranjeros correspondían a prestatarios del sector privado en 1979, con un 75% en 1982 y menos del 25% en 1986. Parte del cambio en la medición estadística de los préstamos públicos obedeció a la nacionalización de bancos privados; véase Centro de las Naciones Unidas de Empresas Transnacionales, *Transnational Banks and the International Debt Crisis* (publicación de las Naciones Unidas, Nº de venta: E.91.II.A.19), Nueva York, 1991.

La distinción entre endeudamiento privado y público reviste alguna importancia porque el sector privado se endeuda en respuesta a señales del mercado, mientras se supone que el endeudamiento del sector público obedece a conveniencias políticas, conducentes a menudo a un uso ineficiente de los fondos. Tal parecer se expresa en la famosa doctrina Lawson, que indica que si hay una penuria de ahorro en el sector privado que suscita un endeudamiento en el extranjero para financiar un déficit de la balanza de pagos, no será menester tomar medidas para subsanar el desequilibrio, ya que este último representa meramente una suavización del consumo, es decir, el ahorro privado aumentará en el futuro y permitirá que el país reembolse los préstamos. Alternativamente, si el endeudamiento en el exterior se emplea para financiar inversiones, la mayor rentabilidad prevista de la inversión actual producirá ingresos para reembolsar la deuda exterior. No obstante, las expectativas de las condiciones futuras pueden no cumplirse y el ahorro posterior o la mayor rentabilidad prevista pueden no materializarse, haciendo que el desequilibrio provoque una crisis. En realidad, la experiencia del período posterior a Bretton Woods sugiere que la naturaleza del prestatario no altera apreciablemente la probabilidad de una crisis.

Para cada prestatario hay un prestamista. Gran parte del impulso hacia mayores corrientes de capital en el período posterior a Bretton Woods guarda relación con la crisis de los bancos comerciales en los principales países industriales. A principios del decenio de 1970, la parte de los activos totales en los que los bancos de los Estados Unidos ejercían una intermediación empezó a declinar. Asimismo, los bancos estaban sufriendo tanto una mengua de prestatarios de calidad como bajos márgenes en los tipos de interés cuando aumentó la competencia de los intermediarios financieros no bancarios. La expansión de sus préstamos en el extranjero les permitió aumentar el margen de los intereses, con lo que consideraban incrementos aceptables de los riesgos. En el episodio latinoamericano existía la idea de que el riesgo crediticio no existía en los préstamos a los gobiernos. Al mismo tiempo, la mayor diversificación internacional de la cartera de préstamos parecía indicada para reducir la volatilidad de las ganancias de los bancos. Hubo así un mayor suministro de fondos cuando los bancos intentaron aumentar la rentabilidad ajustada por el riesgo de sus activos incrementando sus préstamos en el exterior. No obstante, la realidad acabaría mostrando que los supuestos en que se basaba ese incremento no eran correctos.

Sin embargo, la solución de la crisis de la deuda del decenio de 1980, reescalando los reembolsos mediante la emisión de bonos Brady y después con la de nuevos bonos soberanos, proporcionó a los bancos la posibilidad de obtener un beneficio con las transacciones de todos esos valores en el mercado secundario, y también de percibir los honorarios y comisiones correspondientes a las labores de asesoramiento y suscripción en relación con las nuevas emisiones soberanas y con las emisiones de acciones y obligaciones para los programas de privatización. Así, el diferente papel de los bancos en las crisis latinoamericanas de 1982 y 1994 refleja el cambio registrado al pasarse de unos mayores ingresos causados por los márgenes en los tipos de interés a un incremento menos arriesgado de las ganancias allegadas por los honorarios y comisiones de suscripciones y transacciones. Esta fue una de las principales razones para que las corrientes de préstamos sindicados se convirtieran en inversión en cartera, al incitar ahora los bancos a los inversores a que utilizaran sus servicios e invirtieran en mercados emergentes. Cuando la crisis del SME los bancos comerciales se habían constituido en la fuente de financiación de los grandes bancos de inversión y de quienes hacían arbitraje con los fondos de cobertura. Los bancos aceptaron así riesgos crediticios, pero los riesgos del mercado y de los tipos de cambio fueron soportados por quienes ejercían la labor de arbitraje. En la crisis asiática fueron los propios bancos los que adoptaron la estrategia del arbitraje al hacer transacciones por cuenta propia. Sin la presión sobre los bancos para que encontraran fuentes alternativas de actividad que incrementaran la rentabilidad del capital, buena parte del aumento de las corrientes de fondos y de los cambios en su distribución entre países muy probablemente no hubiera tenido lugar. La competencia en el sector financiero producida por la desregulación resulta ser así una causa de la mayor inestabilidad financiera tan importante como cualquier otra.

3. Cambio de signo de las corrientes de capital e inestabilidad financiera

Una característica común de las crisis financieras recientes es que el gran incremento de las entradas de capital acabó en lo contrario, con unas salidas igualmente cuantiosas y rápidas cuando las condiciones que propiciaban las entradas se invirtieron o cuando esas corrientes volvieron insostenibles la política económica y las condiciones internas. Por lo general, casi todos los episodios de salida de capital y de crisis de la deuda en los países

en desarrollo han ido acompañados de unos tipos de interés internacionales en aumento. Una vez más, la apreciación de las monedas o unos mayores déficit externos o ambas cosas a la vez figuran entre los rasgos más importantes asociados a esas crisis. La política económica interna que parece viable en condiciones de rápido crecimiento y grandes entradas de capital resulta no serlo cuando los fondos huyen.

Las grandes entradas de capital conducen de ordinario a una ampliación excesiva de los préstamos bancarios que resultan arriesgados cuando los flujos cambian de signo, provocando una inestabilidad o un colapso del sistema bancario. Existe ahora una tendencia a relacionar esa inestabilidad con una regulación interna inapropiada del sector financiero o una supervisión laxa de la aplicación de las normas, y a subrayar la importancia de que la liberalización vaya oportunamente acompañada de un sistema efectivo de reglamentación cautelar. Esta es una respuesta positiva pero tardía. Por ejemplo, entre las diez lecciones que sacó el Banco Mundial de la crisis latinoamericana de la deuda en su décimo aniversario, figuraba entre las primeras la importancia del acceso a los mercados internacionales de capital, pero, en cambio, no se mencionaba el acompañamiento de disposiciones cautelares³. Por otra parte, tal como se examina en el capítulo siguiente hay un límite a lo que esas disposiciones cautelares pueden lograr. Si bien es cierto que en las crisis de Chile, México y el Asia oriental los sistemas bancarios acababan de registrar una liberalización y desregulación, y que reguladores y supervisores son notoriamente lentos a la hora de ajustarse a los cambios en la estructura y actividad de los mercados financieros, no se conoce caso alguno de ningún país desarrollado o en desarrollo donde un gran incremento de la liquidez en el sector bancario no haya conducido a una ampliación excesiva de los préstamos, un declive de la calidad de los activos y un mayor laxismo en la evaluación de los riesgos.

El hecho de que los bancos presten demasiado durante el período anterior a una crisis se ve en general muy facilitado por su capacidad para endeudarse en el extranjero a tipos muy inferiores a los que cobran por sus préstamos dentro del país. Si bien esto les permite obtener mayores márgenes, a menudo les hace tomar menos precauciones al evaluar los riesgos crediticios. En casi todas las crisis el incremento del crédito bancario fue un resultado de que los bancos se desplazaran por vez primera a algún tipo de actividad, y los préstamos bancarios sirvieron primordialmente para financiar un rápido incremento de los precios de los activos, produciéndose las llamadas burbujas especulativas. Los precios de los bienes raíces y de los valores aumentaron muy rápidamente en el caso chileno, así como en la génesis de la crisis mexicana y en la mayoría de los países del Asia sudoriental. En casi todos esos casos, los bancos habían expandido recientemente sus préstamos con la garantía de bienes inmuebles residenciales y comerciales y sus inversiones en sociedades financieras e inmobiliarias. Por ser nuevos en esas actividades quienes se ocupaban de los préstamos en los bancos tenían por lo general poca experiencia en la valoración de las garantías y tendían a aceptar precios de mercado que podían ser muy superiores a cualquier estimación fidedigna de los valores de liquidación.

Salvo en la crisis del SME, en todas ellas el cambio de signo de las corrientes de capital fue acompañado de una crisis de los sistemas bancarios. Ello se debió no sólo a los préstamos excesivos ya descritos en el párrafo anterior, sino también a la existencia de desajustes monetarios sustanciales en los balances como consecuencia del endeudamiento en moneda exterior para beneficiarse de los diferenciales en los tipos interés. Los préstamos en dólares predominaron en la expansión del crédito en Chile; la crisis latinoamericana de la deuda afectó casi totalmente a los préstamos bancarios sindicados en dólares de los Estados Unidos; y la crisis asiática también se caracterizó por los grandes riesgos en divisas tanto de bancos como de empresas. Sólo en la crisis del SME faltó tal factor. En su caso, los inversores estaban especulando con plusvalías de los activos en el extranjero, por causa de los cambios en los tipos de interés, pero aun así la necesidad de cubrir el riesgo monetario fue lo que acabó desencadenando la crisis.

³ M. Ahmed y L. Summers, "Informe sobre la crisis de la deuda en su décimo aniversario", Finanzas y Desarrollo, Vol. 29, N° 3, septiembre de 1992.

Los créditos en moneda extranjera presentan dos riesgos en lo que atañe a la estabilidad. Uno es el riesgo de los tipos de interés, ya que el endeudamiento en divisas suele hacerse a plazo corto y responde rápidamente a los altibajos de las tasas de interés internacionales, haciendo así que los diferenciales sean volátiles. El segundo es el riesgo cambiario. Modificaciones grandes en los tipos de cambio pueden producir rápidas alteraciones del valor interno de la deuda exterior, sin entrañar mudanza alguna sustancial del valor de los activos, pues para los bancos o empresas sin ventas en el extranjero no habrá repercusiones inmediatas en dicho valor. Un tipo de cambio más bajo suscita así un incremento de las obligaciones pendientes respecto de los activos, provocando minusvalías instantáneas y una merma del capital social. Una variación suficientemente grande del tipo de cambio puede hacer que los deudores en divisas no sólo tengan falta de liquidez sino también que se vuelvan insolventes. Como una salida rápida de capital conducirá de ordinario a una crisis monetaria y a una depreciación, esas salidas irán acompañadas de un incremento automático de la fragilidad financiera de los bancos y de la vulnerabilidad de las empresas. Los esfuerzos por reducir las pérdidas reembolsando la deuda o cubriéndose respecto del riesgo restante ejercen aún más presión sobre la moneda. Así, en aquellos casos en que la moneda extranjera prestada por los bancos y el endeudamiento en divisas de las empresas sean sustanciales, las salidas de capital ocasionarán casi siempre muchas suspensiones de pagos bancarios y quiebras empresariales.

4. Una crisis típica en el período posterior a Bretton Woods

Habida cuenta del gran número de factores comunes en las crisis posteriores a Bretton Woods, es posible señalar las características de una crisis financiera típica que combina inestabilidad interna y externa. Esa crisis supone un mayor diferencial de los tipos de interés, asociado a menudo a una política monetaria restrictiva encaminada a conseguir o mantener la estabilidad de los precios. Hay una desregulación de los mercados financieros y una liberalización de la cuenta de capital, juntamente con unos regímenes monetarios que mantienen la estabilidad del tipo de cambio nominal. Estos hechos se suman y producen unos márgenes de arbitraje lo bastante grandes para atraer capital líquido o a corto plazo y reforzar la estabilidad de la vinculación cambiaria. Liberalizados y desregulados, los bancos quedan con las manos libres para expandirse hacia nuevas actividades en el propio país, y las empresas nacionales para endeudarse en el extranjero, evitando los elevados tipos de interés internos pero incrementando sus riesgos cambiarios. La combinación del control de la inflación y de la estabilidad del tipo de cambio nominal tiende a causar una apreciación real de la moneda, debilitando la balanza exterior. Los intentos de esterilizar el impacto de las entradas de capital sobre la expansión del crédito interno conducen a una mayor presión sobre los tipos de interés. Al emitirse bonos interiores para financiar la esterilización de las entradas, que se mantienen entonces como reservas en centros extranjeros a tipos de interés más bajos, la posición fiscal tiende a deteriorarse.

Llega un momento en que la balanza exterior o el saldo fiscal quedan fuera de control, y las condiciones financieras nacionales se deterioran sustancialmente (o suceden ambas cosas a la vez), creando una vulnerabilidad a una modificación en las percepciones y a unos incrementos en los tipos exteriores que pueden desencadenar unas salidas rápidas y romper la vinculación del tipo de cambio, lo que se traducirá en minusvalías en el balance de las empresas y bancos sometidos a riesgos cambiarios no cubiertos. La mayor demanda de divisas generada por los intentos de cubrir esas pérdidas puede crear una caída libre de la moneda, produciendo quiebras generalizadas.

Ese proceso puede darse en diferentes condiciones por lo que atañe a prestatarios y prestamistas y tipos de corrientes financieras. Comienza no con políticas insostenibles, sino con la introducción de medidas destinadas a mantener la estabilidad macroeconómica y a integrar a la economía en el sistema global y sacar provecho de las oportunidades del mercado mundial. No obstante, al no haber controles efectivos, las repercusiones de las corrientes de capital distorsionan los efectos de la política económica, haciendo así muy difícil que consiga sus objetivos primeros.

C. La fragilidad financiera y la crisis del Asia oriental

1. Las entradas de capital y la aparición de una vulnerabilidad exterior

La crisis del Asia oriental, como casi todas las demás, fue precedida de un incremento muy grande de las entradas de capital en la región. A partir de los primeros años noventa, hubo un rápido incremento de los préstamos a corto plazo de los bancos comerciales tanto a bancos como a empresas de la región. Las economías asiáticas desde hacía tiempo habían complementado las elevadas tasas de ahorro interior con endeudamiento en el extranjero, pero la proporción de su deuda exterior respecto de las exportaciones nunca alcanzó niveles similares a los que habían causado dificultades en América Latina en el decenio de 1980; en realidad, sus economías se consideraban un modelo de gestión del endeudamiento exterior. Esto obedecía, en parte, a una orientación pública explícita o implícita que garantizaba que el endeudamiento exterior se usaba para financiar inversiones con capacidad para generar ingresos de exportación y, en parte, a que los excedentes presupuestarios generalizados indicaban poco endeudamiento soberano⁴.

En el decenio de 1990, algunas economías – por ejemplo, Hong Kong, China; Malasia; y Singapur – recurrieron sobre todo a IED, mientras otros, como Filipinas y la República de Corea, obtuvieron financiación exterior principalmente por conducto de inversiones en cartera de origen internacional⁵. Los préstamos bancarios, que habían desaparecido prácticamente a raíz de la crisis latinoamericana de la deuda, carecían de importancia, excepto en Indonesia, hasta mediados del decenio, cuando los bancos se convirtieron en una fuente cada vez más importante de financiación. Casi todos los préstamos bancarios se hacían a prestatarios no financieros del sector privado, pero en la República de Corea y en menor medida en otras partes, el sector financiero era también un receptor apreciable de fondos (cuadro 25). En contraste con los préstamos bancarios sindicados del decenio de 1970, ese crédito era sobre todo no sindicado y en buena parte de vencimiento corto (cuadro 26).

Existen varias razones que explican ese incremento de los préstamos bancarios a corto plazo a Asia, del lado tanto de la oferta como de la demanda. En los primeros años noventa, los principales países industriales adoptaron unos tipos de interés bajos en respuesta a la recesión, reduciéndose los del Japón de manera espectacular después de que su economía no lograra recuperarse del colapso de las burbujas inmobiliaria y bursátil de 1989-1990. Las rentabilidades relativamente más altas en las economías asiáticas de crecimiento elevado y bajo riesgo con un historial de tipos de cambio relativamente estables las convertían en lugares atractivos para invertir. La crisis mexicana reforzó esa percepción del mercado. Hacia 1994 un volumen cada vez mayor de tales inversiones consistía en fondos de arbitraje a corto plazo que buscaban beneficios en los diferenciales de los tipos de interés, más bien que en fondos que persiguieran una rentabilidad a la larga en inversiones productivas.

El endeudamiento a corto plazo en divisas a tipos de interés bajos permitió a las empresas asiáticas reducir sus costos de financiación y aislarse de las condiciones monetarias internas que eran a menudo resultado de una política encaminada a frenar la economía con el fin de mantener la balanza de pagos bajo control. También, las empresas se veían impulsadas a buscar costos de financiación menores al reducirse sus ganancias como consecuencia de una serie de factores externos e internos. Si bien la recesión de 1990-1991 en los países industriales tuvo pocas repercusiones en el crecimiento de las exportaciones asiáticas, paradójicamente el comercio empezó a reducirse cuando la recuperación comenzó en aquellos países en 1994-1995, por causa de un declive de su propensión a importar. Como resultado de la disminución de la demanda exterior y de los precios de las exportaciones, la tasa de crecimiento de los ingresos de exportación

⁴ Con arreglo a las clasificaciones del Banco Mundial, sólo Indonesia era un país “muy endeudado”, mientras Filipinas, Malasia y Tailandia eran todos ellos países “moderadamente endeudados”; véase Banco Mundial, *Global Development Finance 1998* (Washington, D.C., 1998), págs. 65 a 73.

⁵ Véase el TDR 1996, cuadro 11.

Cuadro 25

PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS DE LA ZONA DECLARANTE DEL BPI
A ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, POR SECTORES,
FINALES DE JUNIO DE 1997

<i>Economía</i>	<i>Todos los sectores</i>	<i>Bancos</i>	<i>Sector privado no bancario</i>	<i>Sector público</i>
	<i>Millones de dólares</i>		<i>Porcentajes</i>	
Hong Kong, China	222 289	64,8	33,9	0,5
Indonesia	58 726	21,1	67,7	11,1
Malasia	28 820	36,4	57,1	6,4
Filipinas	14 115	38,9	48,0	13,1
República de Corea	103 432	65,1	30,6	4,2
Singapur	211 192	82,8	16,6	0,5
Provincia china de Taiwán	25 163	61,6	36,8	1,6
Tailandia	69 382	37,6	59,5	2,8

Fuente: BPI, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending. First Half 1997, Basilea, enero de 1998.

Nota: Los datos se refieren a préstamos transfronterizos consolidados en todas las monedas y a préstamos locales en moneda no local. Los porcentajes de bancos, sector privado no bancario y sector público no suman siempre 100 al haber préstamos no clasificables.

Cuadro 26

DISTRIBUCIÓN POR VENCIMIENTO DE LOS PRÉSTAMOS DE LOS BANCOS
DE LA ZONA DECLARANTE DEL BPI A ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS
(Millones de dólares)

<i>Economía</i>	<i>Préstamos con vencimiento</i>								
	<i>Todos los préstamos</i>			<i>Inferior a un año</i>			<i>De 1 a 2 años</i>		
	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>	<i>Junio 1996</i>	<i>Dic. 1996</i>	<i>Junio 1997</i>
Hong Kong, China	211 238	207 037	222 289	179 784	170 705	183 115	5 119	5 248	4 417
Indonesia	49 306	55 523	58 726	29 587	34 248	34 661	3 473	3 589	3 541
Malasia	20 100	22 234	28 820	9 991	11 178	16 268	834	721	615
Filipinas	10 795	13 289	14 115	5 948	7 737	8 293	531	565	326
República de Corea	88 027	99 953	103 432	62 332	67 506	70 182	3 438	4 107	4 139
Singapur	189 195	189 235	211 192	176 080	175 228	196 600	2 707	1 799	1 719
Provincia china de Taiwán	22 470	22 363	25 163	19 405	18 869	21 966	585	483	236
Tailandia	69 409	70 147	69 382	47 834	45 702	45 567	4 083	4 829	4 592

Fuente: BPI, The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending. First Half 1997, Basilea, enero de 1998.

Nota: Los datos se refieren a préstamos transfronterizos consolidados en todas las monedas y a préstamos locales en moneda no local.

se redujo mucho en 1996 en toda la región, sobre todo en Malasia (más de 15 puntos porcentuales) y Tailandia (más de 20 puntos porcentuales).

Tal como se sugería en el TDR 1996, en muchos países del Asia sudoriental cada vez resultaba más difícil mantener la competitividad de sus manufacturas intensivas en mano de obra por causa de la entrada de productores de costos bajos. Este hecho se reflejó en la aparición de una oferta mundial excesiva y en unos precios en acusado descenso de muchas de las manufacturas exportadas desde Asia oriental. Con la creciente transformación en "materias primas" de manufacturas de baja tecnología, la relación de intercambio disminuyó rápidamente en gran parte de los países de la región, justo cuando el mundo desarrollado estaba moviéndose hacia tasas de expansión más altas y concentrándose de manera creciente en una producción tecnológicamente más avanzada. Muchas economías asiáticas reaccionaron aumentando la inversión en capacidad productiva con la esperanza de acrecer su parte del mercado y expandiéndose hacia nuevas áreas de producción, pero incrementando en el proceso el exceso de oferta mundial.

El afán por ampliar capacidad y mejorar la parte del mercado se advierte en el aumento de la proporción entre inversión y producción desde niveles ya altos (cuadro 27), que se vio facilitado por la disponibilidad de fondos extranjeros a un costo relativamente bajo. Esta expansión de la capacidad ocurrió en un momento en que las tasas de crecimiento de la región estaban disminuyendo desde un promedio del orden del 10% a alrededor del 8%, una combinación que sugería que la rentabilidad de las inversiones estaba bajando. A decir verdad, la rentabilidad de los activos de los chaebol en la República de Corea cayó más o menos al 1%, a pesar de su apalancamiento financiero extremadamente alto, y la rentabilidad de acciones y obligaciones en Indonesia, Tailandia y Malasia descendió entre 1992 y 1996 por debajo de los tipos de interés internos a corto plazo⁶. Hubo así fuertes incentivos para que las empresas procuraran reducir sus costos financieros o aumentaran el rendimiento de acciones y obligaciones. Esto último habría requerido incrementar su apalancamiento, mientras lo primero se logró buscando financiación a un costo bajo mediante un endeudamiento a corto plazo con bancos extranjeros.

Cuadro 27

INVERSIÓN EN PORCENTAJE DEL PIB EN ALGUNOS PAÍSES
ASIÁTICOS, 1986-1995
(Medias anuales)

<i>País</i>	<i>1986-1990</i>	<i>1991-1995</i>
China	27,8	35,3
Indonesia	26,3	27,2
Malasia	23,4	39,1
Filipinas	19,0	22,2
Republica de Corea	31,9	37,4
Singapur	32,4	34,1
Tailandia	33,0	41,1

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos de Banco Asiático de Desarrollo, Key Indicators of Developing Asian and Pacific Countries, varios números.

⁶ Banco Mundial, op. cit., pág. 33.

Esas dificultades estructurales se agravaron por movimientos cambiarios adversos originados en las alteraciones del tipo de cambio entre el dólar y el yen. Unos tipos de cambio estables constituían un ingrediente importante de la estrategia de desarrollo orientada hacia la exportación de los países del Asia oriental. Su importancia se veía acrecentada por el proceso de integración en el contexto de la pauta en cuña de la división regional del trabajo. Por causa de la gran concentración de las exportaciones asiáticas en mercados del área del dólar, los tipos de cambio de la región, aunque no eran fijos, habían permanecido generalmente estables dentro de una banda del orden del 10% en relación con el dólar desde poco antes de 1990 (véase el recuadro 2).

Recuadro 2

REGÍMENES CAMBIARIOS EN EL ASIA ORIENTAL

A comienzos de la crisis, las economías del Asia oriental más seriamente afectadas (con la excepción de Hong Kong, China) aplicaban regímenes cambiarios en los que el banco central intervenía para estabilizar el tipo de cambio al contado con arreglo a pautas explícitas. Por su parte, Hong Kong, China, actuaba por medio de una junta monetaria, con su moneda vinculada al dólar estadounidense. La finalidad de tales disposiciones era bien la estabilidad en términos de una moneda concreta o de una cesta de monedas, bien una apreciación o depreciación graduales. El baht tailandés, por ejemplo, estaba vinculado a una cesta de monedas de los principales socios comerciales del país (con una ponderación de 80% para el dólar) y el tipo de cambio baht/dólar se había movido en una banda estrecha durante los años noventa hasta la crisis. Indonesia permitió que el tipo de cambio rupia/dólar fluctuase dentro de una banda centrada en un cambio medio, ajustado para depreciar la moneda un 4% anual a fin de compensar la diferencia entre la inflación del país y la internacional. En Malasia y Filipinas la intervención se proponía estabilizar los tipos de cambio respecto del dólar. En Malasia esa política había ido asociada desde 1990 a una apreciación gradual del ringgit, mientras que en Filipinas la evolución del peso en relación con el dólar había sido pequeña desde 1993. La intervención en Singapur perseguía estabilizar el dólar de ese país frente a una cesta de monedas ponderadas por el comercio, sin perjuicio de permitir una apreciación nominal del tipo de cambio efectivo del 3,5 al 4% anual. La República de Corea dejó que el won flotase en todo momento dentro de una banda de más y menos 2,25% alrededor del tipo de cambio medio won/dólar del día anterior. Un período de ligera apreciación en términos del dólar desde 1994 acabó a mediados de 1996, y fue seguido de una etapa de depreciación más rápida, que se cifró en un 13% durante los 12 meses posteriores a mayo de 1996.

Los movimientos de los tipos de cambio reales de esos países estuvieron en su mayoría muy limitados en 1990-1996: Indonesia experimentó una pequeña depreciación seguida de una apreciación, Malasia una ligera apreciación, la República de Corea una depreciación hasta 1993 seguida de una apreciación, y Tailandia una leve apreciación entre 1993 y 1996. En Filipinas y Singapur, por el contrario, las monedas se apreciaron bastante, casi el 30% en el caso de Filipinas.

Frente a las grandes entradas de capital durante los años noventa los gobiernos generalmente optaron por prevenir la apreciación. Tailandia practicó una esterilización limitada registrando excedentes fiscales y depositando los fondos sobrantes en el banco central. En Indonesia, durante 1990-1993, se emitieron certificados del Banco de Indonesia y luego se usaron excedentes fiscales para una esterilización. La respuesta de Malasia consistió inicialmente en recurrir a un gran endeudamiento interbancario por parte del banco central, pero cuando esa técnica resultó insuficiente, el Gobierno también aplicó controles de capital.

El tipo de cambio yen-dólar resultó extremadamente volátil en los años noventa, apreciándose el yen cerca del 40% para alcanzar 80 yen por dólar en la primavera de 1995, cayendo luego a alrededor de 130 a 135 yen por dólar a finales de 1997, con una depreciación de más del 50%. Si bien la apreciación anterior del yen frente al dólar trajo un incremento de la carga de la deuda expresada en yen, tal cosa fue contrarrestada— a diferencia de los países latinoamericanos que tuvieron que hacer frente a una apreciación del dólar en el decenio de 1980 — por unos tipos de interés más bajos y una mayor inversión japonesa en el Asia oriental y sudoriental. Por el contrario, la depreciación del yen redujo no sólo el incentivo de las empresas japonesas a invertir en el Asia oriental, sino también la competitividad de aquellos productores de esta última región que mantenían tipos de cambio estables respecto del dólar. Así, la lenta apreciación del dólar, que comenzó aproximadamente al mismo tiempo que la demanda global y la relación de intercambio empezaron a disminuir, entrañó una menor competitividad, redujo la inversión extranjera directa del Japón y redundó en menores exportaciones a este país y a otros mercados. Asimismo, durante el mismo período China tomó medidas que se tradujeron en un ajuste del valor exterior de su moneda, incrementando así su capacidad para competir con las NEI del Asia oriental.

La pérdida de competitividad y los menores ingresos de exportación aumentaron el riesgo cambiario, ya que una empresa orientada hacia la exportación que se endeuda en moneda extranjera se cubre implícitamente contra el riesgo del tipo de cambio con los ingresos de exportación. La experiencia anterior de un crecimiento rápido de los ingresos en divisas había creado unas expectativas de que esos aumentos se perpetuarían. Así, frente al trasfondo de una década de tipos de cambio relativamente estables y de un alto crecimiento sostenido de las exportaciones, había poco riesgo monetario en los préstamos extranjeros que tuviera que ser cubierto explícitamente. Los mismos factores también condujeron a los acreedores de las empresas exportadoras a considerar innecesario cubrirse explícitamente contra el riesgo crediticio derivado de las fluctuaciones monetarias. Cuando el crecimiento de las exportaciones se desaceleró, la cobertura implícita disminuyó y las empresas quedaron expuestas a mayores riesgos cambiarios.

Así, a partir de mediados del decenio, las economías en rápido crecimiento del Asia oriental sufrieron un deterioro de las ganancias y de la rentabilidad de la inversión por causa de los cambios registrados en la situación mundial. Si bien el endeudamiento a corto plazo en el extranjero brindó alguna protección frente a sus dificultades financieras, también volvió a las empresas extremadamente vulnerables a las variaciones en los tipos de cambio y las tasas internacionales de interés, de modo muy parecido a lo ocurrido en el Cono Sur a principios del decenio de 1980 (véase el anexo).

2. La liberalización financiera y la burbuja especulativa

Los acontecimientos que se han descrito fueron acompañados de cambios fundamentales en el sistema financiero de la región. En algunos medios se instaba a las economías del Asia oriental a que siguieran al Japón en la vía de la liberalización, otorgando a las instituciones financieras más libertad en sus decisiones sobre endeudamiento y préstamos, e introduciendo una política monetaria basada en el mercado mediante una atenuación de los controles reguladores. En la República de Corea, el abandono del control del endeudamiento privado externo practicado en la posguerra coincidió con la solicitud del país de adherirse a la OCDE. Sin embargo, la liberalización financiera fue más lejos en las NEI de la segunda oleada. Tailandia creó el Servicio Bancario Internacional de Bangkok para ejercer una labor de intermediación en la inversión extranjera que se esperaba se dirigiera a las NEI asiáticas de la siguiente generación (Camboya, Myanmar, la República Democrática Popular Lao y Viet Nam), inversión que en otro caso podría haberse dirigido a Singapur o Hong Kong, China. En realidad, sirvió en cambio de cauce para préstamos extranjeros a corto plazo a sociedades financieras y bancos tailandeses.

Como la financiación del desarrollo asiático había puesto el acento en la asignación de créditos a la producción de manufacturas orientadas a la exportación, cuando las instituciones financieras recibieron más libertad procuraron diversificar sus carteras en pro de una mayor rentabilidad. En vista de los elevados niveles de ahorro privado, había poca posibilidad de incrementar los préstamos al consumo, mientras se pensaba que el rendimiento de la fabricación de manufacturas iría en descenso. En el Asia sudoriental, con un crecimiento rápido y unos

crecientes intereses extranjeros, el sector mobiliario, comercial y residencial emergió como un área atractiva de mucha rentabilidad. Las empresas de construcción y las inmobiliarias parecían constituir así para los bancos una buena inversión desde el punto de vista tanto del retorno previsto como de la diversificación, al igual que en los Estados Unidos una década antes habían atraído a las sociedades de ahorro y crédito recién desreguladas (véase el anexo).

Se estima que los préstamos inmobiliarios han representado del 25 al 40% del crédito bancario en Tailandia, Malasia y Filipinas en 1998, financiados en cuantía importante mediante un endeudamiento a corto plazo en el extranjero. Por ejemplo, los créditos netos contraído en el extranjero por el sistema bancario tailandés representaban el 20% de sus activos nacionales. Entre un tercio y la mitad del crecimiento del PIB de Tailandia desde 1994 puede atribuirse a actividades relacionadas con bienes raíces. Ese crecimiento estuvo asociado con alzas muy grandes en los precios de tales bienes, así como en los de las acciones y obligaciones de las empresas de inversión y promoción del sector inmobiliario, lo que, juntamente con la expansión de los préstamos para financiar la especulación en los mercados bursátiles, creó una burbuja en la Bolsa tailandesa. El resultado fue un aumento del crédito apalancado, lo que hizo que el éxito de esas empresas y de los bancos que las financiaban dependiera de que siguiera el alza de los precios de los inmuebles. En las garantías de los préstamos bancarios dominaba el incremento esperado de los precios de esos activos, más bien que unos supuestos realistas del valor de venta en unas circunstancias más modestas. Los bancos y las inmobiliarias resultaban ser así extremadamente vulnerables a una baja de los precios, un aumento de los tipos de interés o una depreciación del baht.

A pesar del hecho de que las economías del Asia oriental habían empezado a mejorar sus sistemas de regulación y supervisión mucho antes que casi todos los demás países en desarrollo, tales sistemas resultaron ineficaces para frenar la excesiva acumulación de riesgos y la fragilidad del sector financiero (véase el recuadro 3). Resulta notoriamente difícil para unos supervisores de bancos prevenir unas burbujas inmobiliarias, ya que el valor de los activos de que se trata se basa en el crecimiento previsto de los ingresos futuros o, en el caso de las inmobiliarias, en los precios de mercado, que suelen tomarse como una base correcta de valoración. Aún resulta más difícil aquilatar los valores de liquidación, ya que los bienes raíces siempre tienen el aura de presentar cierto valor objetivo real que es independiente de los activos financieros, aunque tales consideraciones resulten irrelevantes para la salud del banco que facilita la financiación. Asimismo, no sólo el personal encargado de la regulación y supervisión de los bancos no tenía en Asia experiencia para ocuparse de los nuevos sistemas liberalizados, sino también muchas instituciones financieras carecían básicamente de regulación y, en regímenes con disposiciones contables laxas⁷ y sin disposiciones adecuadas para el cómputo de los préstamos dudosos, los supervisores no tenían una idea clara de los riesgos que se corrían. Por último, gran parte del endeudamiento privado con bancos internacionales correspondía a empresas no bancarias: un tercio en la República de Corea, alrededor del 60% en Malasia y Tailandia, y aún más en Indonesia (cuadro 25).

La búsqueda de fuentes nuevas con un bajo costo de financiación y de nuevas formas de préstamos con márgenes elevados produjo no sólo una rápida expansión del endeudamiento a corto plazo en el extranjero sino también del crédito interior, notablemente en Malasia y Tailandia (cuadro 28). El resultado fue muy similar a la situación de los Estados Unidos en el decenio de 1980, cuando el rápido crecimiento de los préstamos a la propiedad comercial creó un área de expansión del ingreso efectivo que carecía de base en la actividad genuinamente productiva y tendió a ocultar las dificultades estructurales y cíclicas que afrontaba la economía real (véase el anexo). No obstante, en el caso asiático el apalancamiento se basó en el endeudamiento en el extranjero. En lugar de crear una base de exportación que allegara las divisas necesarias para atender al servicio de la deuda exterior, aquel endeudamiento financió la inversión en el sector inmobiliario y en otros sectores no comercializables que proporcionaban buena parte del estímulo al crecimiento. En consecuencia, la sostenibilidad de este último dependía de que prosiguieran las entradas de capital para facilitar una financiación a tipos de interés bajos.

⁷ La ausencia de normas claras sobre la contabilidad consolidada de los grupos industriales ha revestido en algunos casos particular importancia en este contexto.

Recuadro 3

LA REGULACIÓN BANCARIA EN EL ASIA ORIENTAL

La calidad de la regulación financiera varía mucho entre los países del Asia oriental. En un extremo Singapur y Hong Kong, China, cuentan con sistemas bien desarrollados, lo que se refleja en la fortaleza de sus bancos (expresada en indicadores como la elevada proporción del capital respecto de los activos ponderados por los riesgos y la baja proporción - con arreglo a las pautas regionales - de los préstamos dudosos en el total de los mismos). Un hecho interesante es que los riesgos bancarios en el sector inmobiliario son particularmente grandes en Hong Kong, China. Conscientes de la vulnerabilidad resultante de los bancos, las autoridades han impuesto normas excepcionalmente restrictivas en cuanto al nivel permitido del valor de un préstamo en relación con la propiedad sobre la que se facilita, al objeto de proteger al sector contra el efecto de grandes caídas en el precio de los bienes raíces ¹. En otros países afectados por la crisis, gran parte de los sectores bancarios adolece de debilidades en algunas o todas las esferas, tales como la reglamentación de los riesgos crediticios y de mercado ², el control de los desajustes en las monedas, la clasificación y provisión de los fallidos, y la calidad de la supervisión bancaria. Desde comienzos de los años noventa se han dado muchos pasos para introducir sistemas adecuados de regulación bancaria, pero cuando se desencadenó la crisis subsistían importantes lagunas en el marco legal y a menudo no se había logrado todavía la aplicación completa de las disposiciones existentes.

En Tailandia, por ejemplo, las normas de Basilea sobre el capital necesario para afrontar los riesgos crediticios se adoptaron en 1993 y entraron plenamente en vigor en enero de 1995, habiéndose aplicado una versión algo más atenuada a las sociedades financieras desde julio de 1994. Muchos de los problemas asociados con la crisis se debían a la exposición de las empresas financieras a los riesgos de mercado en un régimen regulador que carecía de controles adecuados para tales riesgos, unas normas deficientes sobre clasificación y provisión de los préstamos en descubierto, unas garantías laxas del crédito relacionado con la propiedad, y unos controles inadecuados de los riesgos monetarios. En la República de Corea, las normas de Basilea sobre el capital habían estado en vigor desde 1995, preparándose una revisión completa del sistema de regulación y supervisión financieras. Pero en 1997, el capital seguía quedando muy por debajo de los requisitos de 1995, y unas reglas contables laxas no permitían una información adecuada. Esto último revestía especial importancia en el caso de los préstamos morosos, donde generalmente se pensaba que la cuantía de los mismos comunicada públicamente era demasiado baja y la provisión de las pérdidas consiguientes demasiado escasa. En Indonesia, también, antes de la crisis, se suponía que los bancos estaban sujetos a las normas sobre capital de Basilea, pero el cumplimiento de esas normas y de otras disposiciones era defectuoso: en 1996 varios bancos contaban con una proporción de capital por debajo del mínimo obligado del 8%, y había también un incumplimiento generalizado de otras normas cautelares tales como las relativas a las posiciones netas de cada día en divisas.

La crisis del Asia oriental ha hecho redoblar los esfuerzos para robustecer los regímenes reguladores, adoptándose muchas de las medidas en conformidad con las condiciones que acompañan al conjunto de actuaciones del FMI de apoyo financiero. En Tailandia, ese reforzamiento ha consistido en la imposición a las entidades financieras de unos requisitos mayores de capital, una clasificación más rigurosa de los préstamos fallidos y una nueva ley concursal. En la República de Corea, los bancos con una proporción de capital inferior al 8% tienen que establecer un calendario para alcanzar ese nivel en dos años, introduciéndose una provisión adecuada de las pérdidas correspondientes en el mismo plazo de tiempo. En Indonesia, que registró un pánico bancario a raíz de la decisión de cerrar 16 bancos insolventes como una condición del conjunto de medidas de apoyo del FMI, entre los cambios en la reglamentación han figurado unas garantías muy grandes en los créditos de los bancos domiciliados en el país y la utilización del Organismo Indonesio de Reestructuración Bancaria como instrumento para que los bancos cumplan las normas, transfiriéndose a ese organismo los bancos que dejen de

satisfacer determinados criterios. En Malasia, país con menos problemas bancarios que los tres que se acaban de mencionar, se están tomando medidas para reforzar las normas sobre la clasificación de los préstamos morosos y la provisión de las pérdidas pertinentes, para aumentar la proporción del capital de los bancos del 8 al 10%, y para expandir las normas sobre idoneidad del capital a fin de que se incluya el riesgo de mercado. Asimismo, Indonesia, la República de Corea y Tailandia han liberalizado todos ellos las normas sobre la participación extranjera en el capital social de los bancos locales. Se espera que esa liberalización promueva la entrada de fondos extranjeros que faciliten la recapitalización de los sistemas bancarios de los países, cuyo costo se estima entre el 20 y el 30% del PIB. Los cambios aquí descritos indican el impulso que se ha dado a la política económica en los países de que se trata, pero es previsible que la aplicación efectiva de las medidas se haga sólo con bastante lentitud.

¹ Útiles como son, esas normas no fueron capaces de brindar una protección completa frente a unos cambios grandes en los precios de los activos con un efecto desfavorable sobre la rentabilidad de los bancos, tal como puso de manifiesto la magnitud del declive de los precios de las acciones en octubre de 1997, que supuso una reducción implícita de los precios de los bienes raíces hasta del 50%. Véase JP Morgan, Emerging Markets Data Watch, 24 de octubre de 1997, pág. 5.

² El riesgo crediticio resulta de la posibilidad de que la contraparte de un banco incumpla sus obligaciones, y el riesgo de mercado es el riesgo de una pérdida originada por cambios en el valor de mercado del activo de un banco antes de que pueda liquidarse o compensarse de algún modo.

El mayor recurso al capital extranjero y la nueva estructura del endeudamiento exterior fomentaron así la vulnerabilidad de la región ante las variaciones en el ritmo de entrada del capital extranjero. El resultado más claro de esa situación fue el empeoramiento de las balanzas exteriores en los años noventa que acompañó al cambio en la cuantía y composición de las corrientes de capital que se dirigieron a la región (cuadros 29 y 30). El deterioro fue pronunciado en Tailandia, donde las entradas de capital estaban financiando cada vez más la inversión en sectores no comercializables y no en actividades que reportaran divisas.

Los prestamistas y los inversores internacionales eran conscientes en 1997 de esos factores que explicaban la mayor vulnerabilidad de las economías del Asia oriental y podía haberse esperado que se percataran de que apuntaban a una alteración inminente de la dinámica de crecimiento de la región. No obstante, había también varios elementos positivos que compensaban la mayor vulnerabilidad. Los indicadores fundamentales macroeconómicos básicos eran buenos y la situación fiscal prudente. Los países de la región recibían alabanzas constantes de las instituciones financieras multilaterales por su gestión económica. Donde las balanzas comerciales y de pagos no estaban en equilibrio, se habían introducido medidas de política económica que en casi todos los casos, particularmente en Malasia y la República de Corea, arrojaron resultados positivos; también el endeudamiento exterior a corto plazo había empezado a declinar. En los sectores financieros que estaban dando claras señales de inestabilidad se estaban reforzando las normas sobre regulación, supervisión y contabilidad de los préstamos fallidos, y liberalizándose las disposiciones que limitaban que los extranjeros tuvieran bienes raíces.

Así, a comienzos de 1997, mientras era patente la mayor vulnerabilidad e inestabilidad, había también varios factores alentadores y, entre ellos, la política económica aplicada. La economía tailandesa mostraba los síntomas más visibles de desequilibrio exterior y de inestabilidad del sector financiero. El que los inversores extranjeros prosiguieran, con todo, enviando fondos a la región no significa que no conocieran los problemas, sino simplemente que consideraban que los factores positivos compensaban con creces los negativos. A decir verdad, las calificaciones crediticias soberanas siguieron siendo extremadamente favorables hasta que la crisis realmente comenzó.

Cuadro 28

CRÉDITO BANCARIO AL SECTOR PRIVADO EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1981-1997
(Porcentajes)

<i>Economía</i>	<i>Tasa anual real de expansión^a</i>		<i>Porcentaje del PIB</i>
	<i>1981-1989</i>	<i>1990-1997</i>	<i>1997</i>
Hong Kong, China	13	8	157
Provincia china de Taiwán	15	13	138
Indonesia	22	18	57
Malasia	11	16	95
Filipinas	-5	18	52
Republica de Corea	13	12	64
Singapur	10	12	97
Tailandia	15	18	105
Pro memoria:			
Estados Unidos	5	0,5	65
Japón	8	1,5	111
G-8 Europa ^b	6	4	89

Fuente: BPI, 68th Annual Report, Basilea, junio de 1998, cuadro VII.1

^a Valores corrientes deflactados por el índice de precios al consumo. Los datos de 1997 son preliminares

^b Alemania, Bélgica, Francia, Italia, Países Bajos, Reino Unido, Suecia y Suiza. Media ponderada basada en el PIB de 1990 y las tasas PPA.

Cuadro 29

BALANZA POR CUENTA CORRIENTE Y FINANCIACIÓN EXTERIOR DE ASIA-5^a, 1994-1998
(Miles de millones de dólares)

	<i>1994</i>	<i>1995</i>	<i>1996</i>	<i>1997^b</i>	<i>1998^c</i>
Saldo de la balanza por cuenta corriente	-24,6	-41,3	-54,9	-26,0	17,6
Financiación exterior privada neta	47,4	80,9	92,8	15,2	15,2
Flujos de inversión directa	4,7	4,9	7,0	7,2	9,8
Flujos de inversión en cartera	7,6	10,6	12,1	-11,6	-1,9
Préstamos de bancos comerciales	24,0	49,5	55,5	-21,3	-14,1
Préstamos privados no bancarios	4,2	12,4	18,4	13,7	-3,3
Corrientes netas oficiales	7,0	3,6	-0,2	27,2	24,6
Cambio en las reservas ^d	-5,4	-13,7	-18,3	22,7	-27,1

Fuente: Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington D.C., 29 de enero de 1998, pág. 2.

^a Filipinas, Indonesia, Malasia, República de Corea y Tailandia.

^b Estimación

^c Previsión

^d Un signo menos indica un aumento

Cuadro 30

SALDO DE LA BALANZA POR CUENTA CORRIENTE, EN PORCENTAJE DEL PIB,
EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1989-1997

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
China	-1,3	3,9	4,3	1,4	-2,7	1,3	0,2	0,9	1,2
Hong Kong, China	11,5	8,5	6,6	5,3	7,0	2,1	-3,4	-1,0	-1,0
India	-2,3	-2,2	-1,5	-1,5	-1,5	-0,9	-1,7	-1,2	-1,1
Indonesia	-1,2	-2,8	-3,7	-2,2	-1,3	-1,6	-3,4	-3,4	-3,6
Malasia	0,8	-2,0	-8,9	-3,7	-4,4	-5,9	-8,5	-5,3	-5,9
Filipinas	-3,4	-6,1	-2,3	-1,9	-5,5	-4,4	-4,4	-5,9	-4,5
República de Corea	2,4	-0,9	-3,0	-1,5	0,1	-1,2	-2,0	-4,8	-3,9
Singapur	9,6	8,3	11,2	11,4	7,3	15,9	17,7	15,0	13,7
Provincia china de Taiwán	7,6	6,9	6,7	3,8	3,0	2,6	1,9	3,8	3,1
Tailandia	-3,5	-8,5	-7,7	-5,7	-5,6	-5,9	-8,0	-8,0	-4,6

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en estadísticas internacionales y nacionales.

3. El desencadenamiento de la crisis y su contagio

¿Qué causó, entonces, el cambio repentino y catastrófico en la disposición de los inversores extranjeros a seguir manteniendo activos y créditos en Tailandia? Resulta difícil señalar una razón concreta de por qué se modificaron las percepciones del mercado. Habida cuenta de la necesidad de fuertes medidas para remediar el desequilibrio exterior y de la creciente inestabilidad del sector financiero, la incertidumbre política vigente revestía sin duda importancia. En realidad, el baht había estado sometido a intermitentes presiones especulativas desde finales de 1996, pero la intervención del banco central había logrado mantener a la moneda dentro de la banda de fluctuación.

Paradójicamente, el factor más importante para precipitar la crisis parece haber sido la súbita variación del cambio del dólar respecto del yen en los primeros días de mayo de 1997 y la expectativa generalizada de una subida de los tipos de interés japoneses que engendró. Esto provocó que los fondos de arbitraje a corto plazo procedentes del Asia sudoriental volvieran al Japón y generaran una fuerte presión vendedora sobre el baht. Una defensa cerrada de la moneda dejó al Banco de Tailandia con unas reservas netas de divisas de 2.500 millones de dólares a mediados de mes. Aunque las cifras oficiales situaban las reservas en torno a 30.000 millones de dólares, el Banco había prácticamente agotado su posición neta, en gran parte mediante transacciones en el mercado a término, y ya no podía contrarrestar la presión vendedora sobre el baht sin endeudarse mucho en el extranjero. La defensa ulterior de la moneda tuvo así que basarse en medidas administrativas y en controles selectivos del mercado, incluidas restricciones a la venta de baht a no residentes. Con el sector financiero cercano al colapso y sin reservas, el Banco de Tailandia sucumbió a las presiones del mercado y abandonó oficialmente la banda cambiaria el 2 de julio.

Por causa de la vulnerabilidad financiera de las economías asiáticas, las mayores repercusiones del ajuste del tipo de cambio se dejaron sentir en los riesgos externos de bancos, empresas e inmobiliarias. En primer lugar, la flotación del baht puso de manifiesto los peligros de un endeudamiento en el exterior que no fuera acompañado de una cobertura. En segundo término, produjo un incremento instantáneo del valor en baht de las obligaciones en el exterior de las empresas tailandesas, sin proporcionar ningún aumento equivalente de la capacidad de los activos para generar ingresos, excepto en el caso de las empresas exportadoras (hecho éste ya descrito en la sección B supra).

En tercer lugar, provocó un incremento de los pagos inmediatos de los intereses de la deuda exterior. Así, la primera reacción fue contraer el valor actual neto de las empresas; en realidad, los precios de acciones y obligaciones habían ido cayendo durante todo el año cuando los rumores de una devaluación se extendieron por el mercado. Los bancos, sin la protección de los beneficios de las inversiones extranjeras, se encontraban en circunstancias aún más difíciles.

Al cobrar conciencia de los mayores riesgos de sus préstamos pendientes, los prestamistas extranjeros empezaron a exigir el reembolso de sus créditos a empresas y bancos a su vencimiento. El riesgo cambiario y el costo del servicio de la deuda exterior obligaron a las empresas a cubrir ese riesgo o a eliminarlo reembolsando la deuda en moneda extranjera. Cualquiera de las dos respuestas exigía vender baht contra dólares. Como el nuevo régimen del tipo de cambio no especificaba una nueva banda sino que dejaba que la moneda flotara libremente, era lógico que empresas y bancos y prestamistas extranjeros se movieran lo antes posible. Cuando el tipo de cambio siguió bajando, los costos de demorarse aumentaron, y la presión vendedora se volvió más intensa. Así, buena parte de la creciente presión sobre el tipo de cambio se produjo principalmente por el intento de empresas y bancos de cubrirse o de liquidar la deuda comprando dólares, y por el apremio de los bancos extranjeros para que se reembolsaran los préstamos existentes.

Como la decisión de que el baht flotara ponía en cuestión el supuesto de la estabilidad cambiaria en que se había basado la dinámica regional, el peso filipino y el ringgit malasio se vieron presionados tan pronto como se anunció la medida tailandesa. Después de una intervención del mercado apoyada por unos tipos de interés más altos, se dejó que ambas monedas flotaran. Como generalmente se aceptaba que Indonesia presentaba unos indicadores económicos fundamentales mejores, particularmente en su cuenta corriente, la presión vendedora tardó algún tiempo en llegar a ese país. El Banco de Indonesia respondió rápidamente, ampliando la banda de intervención en un intento de detener la especulación contagiosa, pero pronto la rupia también evolucionó a la baja.

Cuando el pánico se extendió a toda la región y las monedas se hundieron, a los operadores de divisas y a los especuladores que vendían baht se sumó un creciente número de empresas e instituciones financieras del país que buscaban eludir la contracción de sus balances causada por las mayores necesidades de moneda nacional para atender al servicio de la deuda exterior y por la disminución de sus flujos en dinero contante para satisfacerlas. Esto desencadenó la espiral descendente característica de una deflación de deuda donde los esfuerzos de las empresas para escapar a la insolvencia simplemente empeoraron la situación de sus balances al impulsar aún más a la baja el tipo de cambio y el valor de los activos.

El contagio del Asia nororiental se produjo al reconocerse que la magnitud de los ajustes cambiarios en el Asia sudoriental había llegado a un punto que perturbaba la competitividad relativa de toda la región del Asia oriental. En primer lugar, la Provincia china de Taiwán y después Hong Kong, China, se vieron presionados. Por el mismo motivo, el won coreano también se vio sometido a ataques especulativos. Aunque la República de Corea no había experimentado una burbuja especulativa inmobiliaria, había sufrido varias quiebras de grandes empresas y se barruntaba que sus bancos se habían visto debilitados por las pérdidas consiguientes. Aquí también, gran parte de las reservas en divisas estaba comprometida en una cobertura a término. Las condiciones no se vieron mejoradas al anunciar la Provincia china de Taiwán que no intervendría para respaldar su moneda. Cuando los tipos de cambio se vieron sometidos a presión en el resto de Asia, los participantes en el mercado cobraron pronto conciencia de las analogías en la vulnerabilidad de las estructuras financieras de casi todos los países, así como en la escasa adecuación del nivel de reservas. Con unas monedas que se depreciaban, la situación del Asia sudoriental se vio, por tanto, repetida en el Asia nororiental cuando los deudores de esos países intentaron cubrirse o reducir sus riesgos en el exterior, provocando una espiral a la baja del valor de las monedas. Así, el supuesto implícito de unos tipos de cambio estables que había predominado en el comportamiento financiero se vio sustituido por la expectativa de una caída libre, desplegándose esfuerzos para cubrirse no sólo contra los declives en curso, sino también contra los descensos futuros esperados, confirmando un impulso adicional a la espiral descendente.

La repercusión de la crisis sobre los tipos de cambio y los precios de los activos no se limitó a Asia. Los tipos de cambio se vieron sometidos a presión dondequiera hubiera grandes entradas de créditos extranjeros, cuando los prestamistas intentaron repatriar fondos. Inicialmente, los tipos en Sudáfrica, América Latina y Europa oriental se vieron atacados. Sudáfrica, el Brasil y la Federación de Rusia sufrieron todos ellos grandes salidas de capital.

Aunque la República Checa se había visto ya forzada a abandonar su banda de fluctuación antes de las dificultades de Tailandia, su moneda se vio sometida a nuevas presiones vendedoras.

Como los inversores institucionales tienden a tratar los mercados emergentes como una clase única de activos, las expectativas de pérdidas en un mercado emergente tienden a difundirse rápidamente a otros mercados emergentes, con independencia de los indicadores económicos fundamentales. Sin duda, esto explica en parte por qué la crisis se extendió a Europa oriental y América Latina. No obstante, la creciente globalización de las relaciones financieras también desempeñó un papel. Por ejemplo, había bancos en la República de Corea y en Hong Kong, China, que tenían inversiones apalancadas en varios países en desarrollo o economías en transición, como Indonesia, la Federación de Rusia y el Brasil. Como esas posiciones se financiaban con fondos prestados, rápidamente se convirtieron en pérdidas cuando los tipos de los préstamos recibidos subieron y el valor de los activos disminuyó en respuesta a la turbulencia cambiaria, haciendo que los bancos retiraran su financiación de esos países con el fin de deshacer posiciones y reducir pérdidas. Tal cosa provocó ventas de bonos Brady latinoamericanos y de títulos del tesoro rusos y sirvió para transmitir la crisis desde Asia a otros mercados emergentes. El alcance de esa interrelación se advierte en el incremento muy rápido y similar en el margen de los bonos asiáticos y latinoamericanos vendidos en mercados secundarios respecto de los títulos públicos estadounidenses que se utilizan como pauta (véase el gráfico 2).

Gráfico 2

BONOS SELECCIONADOS DE MERCADOS EMERGENTES: DIFERENCIAL DEL RENDIMIENTO
MEDIO RESPECTO DE LOS BONOS DEL TESORO DE EEUU
(Puntos básicos)

Fuente: Cálculos de la secretaría de la UNCTAD basados en datos allegados por Datastream.

La existencia de gran número de analogías, tales como un régimen de tipo de cambio vinculado con tendencia a la apreciación real y el deterioro de la cuenta corriente y el déficit fiscal, también hizo que los inversores reevaluaran su posición en el Brasil. Después del ataque al dólar de Hong Kong, los inversores revisaron la fortaleza del régimen argentino basado en una junta monetaria. Tanto el Brasil como la Argentina sufrieron grandes salidas de capital y ventas de moneda en la especulación que golpeó a los mercados de todo el mundo en octubre de 1997. El Brasil respondió aumentando los tipos de interés a más del 40% e introduciendo un conjunto de medidas fiscales de austeridad. Después de perder reservas por valor de unos 10.000 millones de dólares entre octubre y diciembre, la confianza en la economía se recuperó y en marzo las reservas superaban el nivel anterior a la crisis. La Argentina se comprometió por su parte con un programa del FMI, incluso aunque no tenía intención de obtener fondos ni necesidad de ellos.

La repercusión de la crisis sobre las corrientes de capital a los mercados emergentes de Asia ha sido sustancial: en 1996 hubo unas entradas de 97.100 millones de dólares, frente a unas salidas de casi 12.000 millones de dólares en 1997. En 1998 no se esperan entradas netas. Las proyecciones actuales de diversas instituciones financieras indican que no se prevén declives apreciables en las corrientes de capital a América Latina y Europa oriental. Según una estimación, los flujos financieros netos privados a los mercados emergentes latinoamericanos disminuirán ligeramente, desde 96.400 millones de dólares en 1997 a 94.800 millones en 1998, y los dirigidos a Europa oriental desde 60.900 millones de dólares a 58.800 millones⁸. No obstante, resulta notable que los márgenes de los bonos de los mercados emergentes que aumentaron mucho en otoño de 1997 no hayan disminuido realmente, indicando que prosigue la percepción de riesgos elevados en esos mercados (gráfico 2). Tal cosa, juntamente con los mayores déficit en cuenta corriente de casi todos los países de América Latina y Europa oriental, sugiere que puede haber un serio riesgo de contracción.

D. La respuesta de la política económica

De modo muy parecido a lo que ocurrió en la crisis latinoamericana de la deuda de 1982, la percepción de la índole y magnitud de la crisis asiática cambió radicalmente con el tiempo. Lo mismo que en 1982 en sus inicios la crisis se consideró un problema de liquidez a corto plazo, el problema asiático se percibió inicialmente como una cuestión de ajuste de los tipos de cambio y los pagos. En consecuencia, la crisis se afrontó como una crisis "tradicional" de pagos, agravada por la debilidad estructural del sistema bancario. En un documento de trabajo del FMI se decía en realidad que "a) la crisis financiera requiere una respuesta del Fondo similar a la de cualquier otro problema de balanza de pagos, excepto que la respuesta ha de ser más rápida y posiblemente mayor que en un caso más tradicional"⁹. Así, el remedio al que se recurrió fueron los instrumentos habituales de restricción monetaria y fiscal y unos tipos de interés altos, aunque los desequilibrios en los pagos no estaban causados por déficit presupuestarios ni se debían a una merma de competitividad ocasionada por una inflación interna.

Parece que existían dos razones principales para aplicar medidas tradicionales en respuesta a la crisis. En primer lugar, se esperaba de ellas que ayudaran a restaurar la confianza en el mercado, detuviesen el declive de los tipos de cambio e invirtieran las salidas de capital. En segundo término, se consideraban necesarias para corregir aspectos económicos subyacentes, sobre todo los desequilibrios de pagos. También se justificaban las restricciones fiscales como algo necesario para financiar con dinero público la recapitalización del sistema bancario sin poner en peligro los excedentes fiscales. Esas medidas, sin embargo, no lograron su primer objetivo, y eran innecesarias para el segundo. Habida cuenta de la vulnerabilidad financiera de las empresas endeudadas, simplemente sirvieron para intensificar la deflación de deuda, impulsando a las economías más profundamente en la recesión.

⁸ Institute of International Finance, "Capital Flows to Emerging Market Economies", Washington, D.C., 30 de abril de 1998, pág. 5, cuadro 4.

⁹ J.R. Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as crisis manager", Documento de trabajo N° 97/90 del FMI (Washington, D.C.: FMI, 1997).

Las altas tasas de interés no sirvieron de mucho para frenar la espiral a la baja de los tipos de cambio. Influyeron poco en las decisiones de empresas y bancos para reducir su riesgo cambiario, al mismo tiempo que hacían más onerosa la sustitución de fuentes o fondos extranjeros por otros nacionales. La respuesta no fue reducir la venta de moneda nacional para saldar la deuda exterior o cubrirse frente a ella, si no simplemente liquidar activos y disminuir el nivel de actividad. Por ejemplo, en Indonesia los tipos de interés llegaron a ser del 100% sin ningún efecto apreciable en el abandono de la moneda, incluso cuando los operadores monetarios estaban declarando que no había razones de peso para su colapso en vista de los sólidos indicadores económicos del país. Aunque Indonesia y Tailandia mantuvieron sus tipos de interés por encima de los de Malasia, experimentaron mayores dificultades en sus mercados bursátiles y monetarios. Del mismo modo, la estricta adhesión al programa ortodoxo no protegió a Filipinas contra el contagio.

A este respecto, podrían haberse extraído útiles lecciones de experiencias anteriores. Por ejemplo, en 1992 con la crisis del MTC, que presenta bastantes analogías notables con las perturbaciones monetarias asiáticas, los altos tipos de interés no fueron unos disuasores eficientes frente a la presión del mercado, y rápidamente se abandonaron. En consecuencia, a raíz de la crisis, los bajos tipos de interés y la expansión fiscal formaron parte de un logrado ajuste de la política económica en los países más afectados.

Claramente, era menester reducir el déficit de pagos en Tailandia, lo que habría exigido depreciar la moneda y frenar algo el crecimiento, pero esto no ocurría en la República de Corea e Indonesia, donde los déficit por cuenta corriente eran moderados. No había razones de fondo para una reducción drástica de la absorción interior en ninguno de esos países, ya que cabía esperar que la propia corrección cambiaria lograra buena parte del ajuste necesario no sólo para restablecer la competitividad, sino también por conducto de sus efectos adversos en las empresas y los bancos endeudados. Mayor importancia revestía el hecho de que como la crisis no estaba causada por un desequilibrio del gasto entre exportaciones e importaciones, al centrarse la política económica en el ajuste de pagos se agravaba la inestabilidad económica.

La situación se caracterizó por un desequilibrio del capital acumulado más bien que por un desequilibrio de flujos que pudiera corregirse reduciendo el gasto. Como casi todo el endeudamiento exterior se había hecho en moneda extranjera, sin cobertura adecuada, la caída de la moneda creó un desequilibrio en el balance de los bancos endeudados, las compañías inmobiliarias y las empresas; es decir, con los nuevos tipos de cambio, la cuantía de la deuda exterior pendiente se volvió demasiado elevada para estar respaldada por las corrientes de ingresos esperados. De esta suerte, el valor de las empresas y, más generalmente, los precios de los activos disminuyeron. Como esos activos habían constituido la garantía de buena parte de los mayores créditos, la calidad de los préstamos bancarios automáticamente se deterioró. En lugar de aliviar la carga que suponía la refinanciación para las empresas nacionales concediendo más crédito, la política económica recomendada fue la de elevar los tipos de interés. Tal cosa contrajo aún más los precios de los activos y aumentó las pérdidas en el balance de las empresas y su necesidad de reembolsar su deuda con el exterior o cubrirse frente a ella rápidamente liquidando activos y vendiendo moneda nacional.

Si bien se ha aplicado una política económica tradicional en respuesta a la crisis, el objetivo de los préstamos del FMI se ha apartado de los programas tradicionales de ajuste, en los que esos préstamos suelen destinarse a respaldar el nuevo tipo de cambio establecido después del ajuste. En el Asia oriental, los tipos de cambio se dejaron flotar, en la expectativa de que las fuerzas del mercado producirían nuevos tipos estables, y los préstamos se destinaron a dar confianza al mercado y restaurar las corrientes de capital. Así, más bien que garantizar el nuevo tipo de cambio, los préstamos del Fondo se han encaminado a asegurar el mantenimiento de la convertibilidad de la moneda nacional y unos flujos de capital libres, y a garantizar el reembolso a los prestamistas extranjeros. Estos últimos, a diferencia de los prestamistas nacionales, emergen de la crisis sin pérdidas sustanciales, aun cuando habían aceptado correr un riesgo igual que los demás.

Como las perturbaciones monetarias se vieron sostenidas por el intento de los deudores de hacer un ajuste del pasivo en sus balances, la única manera efectiva de abordar la crisis habría sido bloquear ese ajuste o frenarlo. Claramente, se trata de un problema de asignación intertemporal. Un banco que sufre una retirada general de depósitos carece de liquidez para reembolsar a cada depositante, pero si dispone de tiempo para que sus inversiones

maduren, podrá acabar pagando. El banco estará en dificultades sólo si el valor último de recuperación de su cartera es inferior al de sus obligaciones, pues entonces será insolvente. Algunos de los deudores del Asia oriental dedicados a actividades especulativas se habrían visto en esa situación incluso sin el colapso de los tipos de cambio. Para la mayoría, sin embargo, la crisis inicialmente fue de liquidez más que de solvencia. No hay razones para sugerir que ninguno de los países del Asia oriental habría sido capaz de generar las divisas necesarias para reembolsar su deuda exterior con un ajuste cambiario que hubiese restablecido la competitividad (digamos del 10 al 15%), siempre y cuando hubieran dispuesto de tiempo suficiente para realizar las inversiones. Países con tasas de ahorro del orden del 40% y una elevada capacidad de exportación no deberían haber tenido dificultades para reembolsar la deuda durante un período de tiempo razonable.

No obstante, los altos tipos de interés, la devaluación tan grande de las monedas y una reducción de las tasas de crecimiento que creó condiciones de deflación de deuda, actuaron rápidamente sobre las instituciones financieras y los balances de las empresas para provocar una crisis de solvencia. Tal como se examina en el capítulo siguiente, en esas condiciones de ataque sostenido a la moneda, la acción apropiada sería moverse con rapidez para resolver el problema intertemporal introduciendo una moratoria en los pagos y haciendo que prestatarios y prestamistas procedieran a una reestructuración conjunta, incluso antes de que se comprometieran fondos del FMI. Esto es lo que acabó siendo necesario y consiguiéndose en la República de Corea, con el acuerdo de los acreedores para aplazar una cantidad suficiente de préstamos a corto plazo y permitir su reembolso. No obstante, habría sido mucho mejor haber comenzado el proceso con negociaciones de esa índole, en lugar de proporcionar fondos para reembolsar a los acreedores y de establecer un conjunto de medidas y condiciones para los préstamos que aseguraba un incremento de las bancarrotas, una pérdida del ingreso y una deflación de deuda que por sí misma destruía la capacidad de reembolso. Una combinación de rápida reestructuración de la deuda y de inyección de liquidez para respaldar la moneda y suministrar capital de explotación a la economía también habría permitido proseguir el tipo de política económica que permitió a los Estados Unidos recuperarse rápidamente de una situación de deflación de deuda y recesión en los primeros años noventa (véase el anexo).

El problema básico que siguen afrontando las economías asiáticas es el reescalonamiento de la deuda acumulada. La gravedad de la crisis actual se confirma al comparar esa deuda con la deuda bancaria de América Latina en 1982 (cuadro 31). La deuda externa total del Asia oriental excede en mucho a la de la crisis latinoamericana, excepto para la República de Corea. Asimismo, una de las características de la crisis

Cuadro 31

DEUDA EXTERIOR E INTERIOR EN PROPORCIÓN DEL PIB EN ALGUNAS ECONOMÍAS
EN DESARROLLO, 1982 Y 1997
(Porcentajes)

	<i>Deuda exterior</i>	<i>Deuda interior</i>		<i>Deuda exterior</i>	<i>Deuda interior</i>
<i>Asia oriental (1997)</i>			<i>América Latina (1982)</i>		
Indonesia	217,9	65,5	Argentina	51,7	154,1
Malasia	62,4	213,5	Brasil	30,4	28,9
Filipinas	74,4	105,7	México	47,6	38,3
República de Corea	50,9	181,0	Venezuela	53,7	32,6
Tailandia	74,1	137,9			

Fuente: Deutsche Bank Research, "Is Asia's Debt Sustainable?", Market Issues, 25 de mayo de 1998.

actual es lo mucho que ha servido la deuda exterior para otorgar mayores préstamos internos. Una comparación de estos últimos en los dos períodos muestra que el endeudamiento exterior ha suscitado una cantidad mucho mayor de créditos internos en la crisis asiática que en la latinoamericana (cuadro 31). Las cifras sugieren que al igual que la Argentina, el Brasil, México y los demás deudores latinoamericanos requirieron asistencia especial para resolver la crisis y reestructurar el servicio de la deuda, esa asistencia también será necesaria para solventar la crisis asiática.

Esto puede comprobarse asimismo con las estimaciones de la carga total de la deuda que tienen que soportar los países asiáticos. Los cálculos de los pagos por intereses previstos para 1998 en el cuadro 32 se basan en los tipos interbancarios actuales a tres meses. Hay que señalar que los prestatarios comerciales tendrían que pagar tipos de interés sustancialmente más altos por causa de sus márgenes. Está claro que el principal problema de ajuste al que han de hacer frente los países asiáticos no es el servicio de la deuda exterior, sino cómo resolver la carga de la deuda interna. De resultados de los altos tipos de interés vigentes a raíz de la crisis, la proporción que suponen los intereses en porcentaje del PIB ha aumentado apreciablemente. Es muy probable que el valor actual neto de los ingresos futuros en el supuesto de unas tasas viables de crecimiento del ingreso sea inferior al valor actual neto de las obligaciones futuras por concepto de intereses; esto sugiere que si no se salda deuda interior, proseguirán las bancarrotas generalizadas.

Cuadro 32

**PAGOS POR CONCEPTO DE INTERESES EN PORCENTAJE DEL PIB
EN ALGUNAS ECONOMÍAS ASIÁTICAS, 1995-1998**

	1995	1996	1997	1998 ^a
<i>Pago de intereses de la deuda exterior</i>				
Indonesia	3,4	3,2	4,0	9,5
Malasia	2,4	2,3	2,7	3,9
Filipinas	3,2	2,9	4,3	4,6
República de Corea	1,2	1,2	1,5	3,1
Tailandia	2,6	2,9	3,6	4,9
<i>Pago de intereses de la deuda interior</i>				
Indonesia	7,0	7,5	16,5	31,7
Malasia	8,9	11,5	13,7	17,9
Filipinas	9,7	11,6	15,8	13,0
República de Corea	19,0	19,5	30,1	42,8
Tailandia	12,6	11,4	21,0	26,7

Fuente: Véase cuadro 31.

E. Consecuencias sociales de la crisis

Los efectos adversos sobre el crecimiento económico y el desarrollo de la crisis financiera en el Asia oriental y de la política económica adoptada en consecuencia están resultando mucho más profundos de lo que se preveía inicialmente. Durante la reunión anual del Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial celebrada en Hong Kong, China, en septiembre de 1997, se sostuvo generalmente que las perturbaciones en curso de los mercados financieros asiáticos no eran más que un chispazo y causarían sólo un retroceso temporal. Por ejemplo, en octubre de 1997, dos meses después del colapso de la moneda tailandesa, la publicación del FMI Perspectivas de la economía mundial predecía que esas perturbaciones conducirían sólo a una ligera desaceleración del crecimiento en la región (cuadro 33). En menos de tres meses, sin embargo,

Cuadro 33

PREVISIONES DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN 1998 EN ALGUNAS ECONOMÍAS
DEL ASIA ORIENTAL

<i>Economía</i>	<i>FMI, Perspectivas de la economía mundial</i>			<i>SSB^a</i>		<i>UNCTAD</i>
	<i>Mayo de 1997</i>	<i>Oct. de 1997</i>	<i>Dic. de 1997</i>	<i>Mayo de 1998</i>	<i>Junio de 1998</i>	
China	8,8	9,0	7,5	7,0	6,0	6,0
Hong Kong, China	5,0	5,0	4,1	3,0	-2,0	-2,0
Indonesia	7,5	6,2	2,0	-5,0	-14,0	-12,0
Malasia	7,9	6,5	2,5	2,5	-3,0	-2,5
Filipinas	6,4	5,0	3,8	2,5	0,8	1,0
República de Corea	6,3	6,0	2,5	-0,8	-6,5	-6,0
Singapur	6,6	6,0	6,2	3,5	0,9	1,0
Provincia china de Taiwán	..	3,0	..	5,0	4,8	5,0
Tailandia	7,0	3,5	0,0	-3,1	-8,7	-8,0

Fuente: Perspectivas de la economía mundial, varios números.

^a Previsión de la sociedad de inversiones Salomon Smith Barney, Hong Kong, China, según información suministrada por la Agencia France Presse, 12 de junio de 1998.

el FMI redujo su estimación, y en mayo de 1998 lo hizo aún más. Las proyecciones actuales (junio de 1998) de varias instituciones presentan un cuadro todavía más sombrío. Las estimaciones originales de la duración probable de la crisis también resultaron ser muy optimistas. El Fondo esperaba al principio que los países afectados se recobraran en 1998; ahora se habla como pronto del año 2002.

Después de decenios de aumento del ingreso y del nivel de vida, las ganancias de los hogares han disminuido y el desempleo ha aumentado mucho en los países asiáticos más afectados por la crisis financiera. Todos los grupos de ingreso se han visto afectados, inclusive los ricos, que han sufrido un descenso de su patrimonio neto por la baja de los precios de los valores y los bienes raíces. Con todo, lo que suscita especial preocupación social es la repercusión de la pérdida de empleo sobre los trabajadores urbanos de ingreso bajo y los efectos inducidos sobre los pobres de las zonas tanto urbanas como rurales.

Cuanto más profunda resulte ser la contracción económica y más se demore la recuperación, menor probabilidad habrá de que los nuevos pobres puedan salir de su estado de necesidad y volver a su situación anterior en lo que atañe a trabajo y nivel de vida. Las repercusiones sobre los recursos humanos podrían incluso extenderse a la próxima generación de adultos si la matrícula escolar primaria se reduce y aumenta la malnutrición infantil.

La pérdida de empleo no se ha limitado a las empresas manufactureras orientadas hacia la exportación y plagadas de deudas y al sector de la construcción; también ha sido sustancial en empresas que atienden el mercado interior, sobre las que ha recaído una pesada carga de deuda interna y las consecuencias del colapso de las relaciones financieras dentro del país. Tales empresas suelen ser intensivas en mano de obra en el sector manufacturero o en el de servicios y contribuyeron a reducir la pobreza en lo pasado absorbiendo un gran número de trabajadores poco cualificados, muchos de ellos de origen rural. Los altos precios de los alimentos y la reducción del gasto social han agravado aún más las condiciones sociales y contribuido a que la pobreza aumente en alguno de los países de que se trata.

Como se advierte en el cuadro 33, los países peor afectados hasta la fecha han sido Indonesia, Tailandia y la República de Corea. El deterioro del empleo y de las condiciones sociales en esos países ha conducido a una situación de intranquilidad que ha ido desde manifestaciones de trabajadores en la República de Corea hasta disturbios en Indonesia, con el resultado en este último caso de más de un millar de muertos.

Por causa de su profunda recesión, cuantiosa población e ingreso per cápita bajo, Indonesia es el país afectado por los choques donde se espera ocurra el mayor incremento de desempleo y pobreza. El colapso de la rupia y la acelerada inflación que podría superar el 80% en 1998 han empeorado todavía más las condiciones sociales al socavar el poder de compra y erosionar el valor real de los ahorros. El nivel de vida y el tejido social podrían verse sometidos a nuevas tensiones si centenares de miles de trabajadores indonesios son expulsados de Malasia y Singapur y tienen que ser absorbidos por la economía de Indonesia. Asimismo, todo rebrote de hostilidad étnica hacia los indonesios de origen chino podría agravar más la crisis y desalentar en el futuro inversiones privadas internas que son fundamentales para la recuperación económica.

A la luz de tales consideraciones, la Oficina Central del Estadística de Indonesia prevé que el desempleo podría alcanzar la cifra de 15 millones en 1998, es decir, el 17% de la fuerza de trabajo. Al no existir un subsidio de paro, casi todos los trabajadores despedidos intentarán ganarse la vida en el sector no estructurado para no permanecer indefinidamente desocupados. Basándose en la severa contracción de la economía, la secretaria de la UNCTAD estima que la proporción de la población indonesia que vivirá en la pobreza a finales de 1998 supondrá un 50% más que en 1996.

Aunque no tan gravemente afectadas, otras economías asiáticas también han registrado un incremento del desempleo a niveles sin precedentes. En particular, en Tailandia se pasó del 5,4% de la fuerza laboral en 1997 a 8,8% en febrero de 1998. El sector más aquejado hasta ahora ha sido la construcción, donde han sido despedidos 1,1 millones de trabajadores. Aproximadamente la mitad de ellos procedían de Myanmar y han sido expulsados de Tailandia, mientras que mayormente los demás eran tailandeses que casi siempre han vuelto a sus zonas rurales de origen para buscarse un modo de ganarse la vida. La secretaria de la UNCTAD estima que la proporción de pobres en la población tailandesa aumentará alrededor de un tercio a finales de 1998 por causa del efecto de la pérdida de puestos de trabajo en el incremento del desempleo rural y urbano y en la reducción de las remesas de los trabajadores urbanos a sus familias rurales. La disminución del ingreso de los hogares, entre otras cosas, ha hecho más difícil que las familias puedan permitirse enviar los hijos a la escuela, lo que ha redundado según parece en que la cifra de abandonos en la escuela primaria se haya casi triplicado en Tailandia respecto de hace un año.

Las condiciones laborales en la República de Corea también se han deteriorado seriamente. En junio de 1998, el desempleo era del 7%, en comparación con el 4,4% de octubre de 1997. Tres categorías de trabajadores han soportado en particular la carga de la crisis. Una es la de los obreros de la construcción, donde el empleo disminuyó en ese mismo período un 22%, frente a un 14% en el sector manufacturero. Otra es la de los trabajadores no organizados de la pequeña y mediana empresa, que a diferencia de casi todos los chaebol tienen poco acceso al crédito y están rápidamente cerrando sus negocios. La tercera categoría se refiere a la mujer trabajadora, que ha sido la primera en ser despedida de manera desproporcionada. Además del creciente desempleo, ha habido un descenso de los salarios reales del 2,3% por causa de los recortes en las horas extraordinarias y las bonificaciones anuales. Se espera que la situación empeore considerablemente en los próximos meses, rozando probablemente el desempleo un 10% a finales de 1998, ya que 12 de los 30 mayores chaebol se proponen reducir sus actividades en un 20 a un 50%, y el Gobierno quiere reducir el empleo público en un 10% en un próximo futuro. También es probable que el salario real disminuya aún más cuando un creciente número de trabajadores opte por una reducción del mismo a cambio de que se les garantice la permanencia en el puesto de trabajo.

Las repercusiones sociales de la crisis en la República de Corea se han visto mitigadas por la existencia y expansión de sistemas de ayuda a los desempleados, pero ello ha ocurrido mucho menos en Indonesia, que como país más pobre sólo cuenta con medidas mínimas de seguridad social, y en Tailandia, que prácticamente carece de programas para proteger a los desempleados totales o parciales. La complacencia pasada y la falta de preparación

en el establecimiento de redes de seguridad son comprensibles, ya que los gobiernos correspondientes habían supuesto razonablemente durante mucho tiempo que un crecimiento económico rápido y sostenido elevaría por sí mismo el ingreso, reduciría el desempleo y atenuaría la pobreza.

Hasta que la producción se recupere, son necesarios paliativos de las redes de seguridad para reducir el impacto de la crisis sobre segmentos vulnerables y pobres de la población. En el caso de Indonesia la comunidad internacional está organizando una asistencia humanitaria inmediata de más de 1.000 millones de dólares con tal fin. Entre las medidas figuran un programa de obras públicas para trabajadores urbanos sin empleo, importaciones de arroz y medicinas para estabilizar el precio de los bienes salariales y satisfacer necesidades básicas, y asistencia técnica encaminada a promover el desarrollo rural. Estos elementos deberían servir para mitigar los efectos de la crisis sobre los pobres. Otra acción que podría resultar beneficiosa sería expandir los sistemas de microcrédito para el pequeño empresario, aunque sólo sea porque, a diferencia de los proyectos de obras públicas, permiten a las mujeres participar igual que los hombres y beneficiarse de ellos.

Las medidas relativas a las redes de seguridad, sin embargo, únicamente pueden tener efectos marginales y pasajeros en el alivio de las insuficiencias sociales. No son en modo alguno una solución a largo plazo a la crisis social. La reanudación de un crecimiento alto y sostenido es indispensable para invertir los efectos de la contracción económica y hacer que el nivel de desempleo y pobreza vuelva a la situación anterior a la crisis. La insistencia en unos tipos de interés internos altos y unos presupuestos equilibrados ha sido contraproducente en este particular. Será menester una política de mayor gasto interno y tipos de interés más bajos para superar las dificultades financieras y para que la demanda nacional se recupere. La alternativa es una depresión económica ininterrumpida con las consecuencias correspondientes para la estabilidad social y política de la región.

F. Conclusiones: La crisis y el "modelo" de desarrollo asiático

Como ya se señaló, a juicio de algunos comentaristas occidentales la crisis del Asia oriental se produjo por deficiencias estructurales e institucionales en los países afectados, que eran el resultado del medio en que se desenvolvían esas economías. En términos generales, se destacan dos razones como las causas primeras de las dificultades financieras de la región: la estrecha relación entre gobierno y empresarios, y las distorsiones de los mercados que aislaban a las sociedades de las fuerzas competitivas y de la disciplina del mercado. Algunos comentaristas van aún más lejos y sugieren que la crisis marca el final del "modelo asiático de desarrollo". Si bien aceptan que el "modelo" ha tenido mucho éxito al lograr un ritmo sin precedente de industrialización y crecimiento, y de eliminación de la pobreza, consideran que se ha quedado ahora anticuado y se ha visto superado por las fuerzas globales del mercado, del mismo modo que el capitalismo de libre mercado occidental ha triunfado sobre la planificación central.

No cabe discutir que el modo en que las economías se dirigen y las empresas funcionan en el Asia oriental difiere considerablemente del "modelo occidental". No obstante, el análisis que se hace en este capítulo muestra que la crisis del Asia oriental no se distingue en sus rasgos esenciales de las registradas en países desarrollados y en desarrollo organizados con diversos sistemas institucionales y socioeconómicos, incluidos aquellos países que operan con arreglo al modelo occidental angloamericano. Se trata de un episodio más de una serie de crisis que se han estado registrando con creciente frecuencia desde que se rompieron los acuerdos de Bretton Woods, con la introducción de tipos de cambio flotantes y la eliminación de todas las trabas al capital financiero.

Asimismo, existen diferencias importantes entre las economías del Asia oriental en sus instituciones y estructuras económicas¹⁰. A decir verdad, antes de la crisis financiera había una tendencia a distinguir un modelo de desarrollo del Asia sudoriental del modelo seguido por los países del Asia nororiental (Japón y las NEI de la primera oleada, con la excepción de Hong Kong, China), y a recomendarlo a otros países en desarrollo para que lo imitaran con el argumento de que se basaba menos en una política intervencionista y más en una gestión macroeconómica conservadora y librecambista y en la inversión extranjera directa¹¹. Es notable que dos economías "intervencionistas" – Singapur y la Provincia china de Taiwán – no hayan experimentado serias perturbaciones monetarias y crisis financiera, incluso aunque hayan sufrido los efectos de lo ocurrido en la zona, al igual que muchos otros países vinculados a la región por fuertes lazos comerciales y financieros. En el Asia sudoriental, también, los problemas afrontados por Indonesia y Tailandia son una vez más muy diferentes de aquellos de Malasia, que ha aplicado una política económica algo más activa que los otros dos países.

Como en los episodios anteriores de crisis financiera y perturbación monetaria en los países en desarrollo, la crisis del Asia oriental fue precedida de una liberalización y desregulación financieras que en algunos casos supuso una ruptura grande con las prácticas anteriores. En este sentido, el problema fundamental estribaba no en que hubiera demasiado control público e intervención, sino demasiado poco. Un punto similar ha sido señalado por Joseph Stiglitz, Economista principal del Banco Mundial:

Algunos ideólogos han aprovechado los problemas que actualmente padece el Asia oriental para sugerir que el sistema de intervención pública activa se encuentra en la raíz del problema ... pero mi opinión es que la raíz del problema actual en casi todos los casos estriba no en que el gobierno haya hecho demasiado, sino en que ha hecho demasiado poco ... Lo que falló no fue que el gobierno dirigiera mal el crédito ... El problema consistió, en cambio, en la falta de acción pública, en el hecho de que el gobierno subestimó la importancia de la regulación financiera y la orientación empresarial.

La crisis del Asia oriental no es una refutación del milagro del Asia oriental. La versión más dogmática del Consenso de Washington no proporciona el marco adecuado para comprender ni el éxito de las economías del Asia oriental ni sus problemas actuales. Las respuestas a la crisis del Asia oriental basadas en esta visión del mundo es probable que en el mejor de los casos sean defectuosas y, en el peor, contraproducentes¹².

La ruptura con prácticas anteriores ha sido particularmente notable en la República de Corea, que, juntamente con el Japón y la Provincia china de Taiwán, se veía generalmente como el "modelo" de mayor éxito de la industrialización moderna basado, entre otras cosas, en unos rasgos que ahora se consideran las raíces de la crisis. No obstante, es el hecho de haberse distanciado del "modelo" más bien que su aplicación lo que ha constituido la causa principal de la crisis en ese país. Tal distanciamiento parece haber ocurrido en dos esferas cruciales: control del endeudamiento exterior y orientación pública de la inversión privada. El país recurrió a la financiación externa en su industrialización de la posguerra principalmente endeudándose con bancos internacionales, pero tal cosa casi siempre estaba sometida a la aprobación y la garantía del Gobierno. Por otra parte, si bien la inversión privada era la fuerza impulsora de la industrialización, la política económica siempre desempeñó un papel principal al coordinar

¹⁰ Los rasgos comunes y diferentes de las economías del Asia oriental se analizan en varios documentos preparados como parte de la investigación de la UNCTAD sobre la industrialización del Asia oriental; véase *Journal of Development Studies – Special Issue on East Asian Development: New Perspectives*, Vol. 34, Nº 6, agosto de 1998.

¹¹ Banco Mundial, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (Oxford: Oxford University Press, 1993). Para un examen de esta cuestión véase Y. Akyüz et al., "New perspectives on East Asian development", en el número especial del *Journal of Development Studies* a que se ha hecho referencia en la nota anterior.

¹² J. Stiglitz, "More instruments and broader goals: Moving toward the Post-Washington Consensus", Conferencia Anual WIDER 1998, Helsinki, enero de 1998, pág. 3.

las decisiones de inversión con el fin de evitar una competencia excesiva y una sobrecapacidad. El abandono de esta coordinación parece ser uno de los principales motivos de la mala asignación de recursos y de la sobreinversión, mientras el hecho de que el Gobierno dejara de controlar el sector financiero explica por qué el país se volvió vulnerable a las exigencias aceleradas de devolución de la deuda exterior y a un ataque a su moneda.

El desmantelamiento de los frenos y los equilibrios en esas esferas ha resultado extremadamente desestabilizador y perturbador para el ordenamiento institucional tradicional de la inversión y las finanzas de las empresas. Un elevado apalancamiento empresarial, que constituyó uno de los factores clave en el rápido crecimiento y acumulación de la posguerra¹³, resultó fatal cuando se permitió a las empresas que allegaran dinero en el extranjero sin la supervisión y control tradicionales, tratando la deuda exterior y la interior como sustitutos perfectos, incluso aunque no había contraparte internacional del prestamista interior de última instancia que suavizara los problemas de liquidez. Así, el problema no era tanto de apalancamiento como de liberalización, un punto bien ilustrado por el ejemplo indio: en la India las mayores empresas se gestionan con arreglo a normas internacionales, pero la economía se ha ahorrado las turbulencias de los mercados financieros del Asia oriental por causa de su enfoque gradual y cauteloso de la liberalización de la cuenta de capital¹⁴.

En cuanto a las NEI de la segunda oleada, el jurado seguía estando ausente incluso antes de que se hicieran patentes las primeras señales de crisis. Tal como decía la secretaria de la UNCTAD con algún detalle en el TDR 1996 y en otras partes¹⁵, sin perjuicio de que siguieran una política económica más liberal, los países habían tenido mucho éxito en la movilización de los recursos internos y en el establecimiento de industrias competitivas intensivas en recursos y mano de obra. Se aducía que esa política era sin duda apropiada en las etapas iniciales y relativamente sencillas de promoción de las exportaciones, pero que se estaba alcanzando sus límites y había la necesidad de cambiar al tipo de estrategia aplicada por sus vecinos septentrionales con el fin de progresar más en la industrialización y el desarrollo. Al sumarse a las dificultades estructurales, la liberalización financiera incrementó la dependencia de esos países de los recursos exteriores y, por ende, su vulnerabilidad ante los sobresaltos de las finanzas internacionales. Esto se hizo quizá más patente en Tailandia, donde el establecimiento de un servicio bancario internacional (examinado en la sección C supra), la liberalización del sector bancario y el descontrol de la inversión inmobiliaria fueron factores cruciales en la crisis.

En el TDR 1997 se expuso la opinión de que los ejemplos logrados de industrialización moderna se distinguen por el modo en que se gestionan los beneficios y la integración en la economía mundial. Esta era una de las principales lecciones extraídas de la experiencia de posguerra del Japón y de las NEI de la primera oleada. La principal lección de la crisis asiática deja esa conclusión sin tocar: cuando la política económica no consigue dirigir el capital y la integración, no hay límites a los perjuicios que las finanzas internacionales pueden infligir a una economía. Hay ciertamente un margen considerable en materia de política económica para prevenir y mejorar la gestión de las crisis de esa índole. No obstante, esas crisis son un problema sistémico y, por tanto, es menester actuar también en el plano mundial. En el próximo capítulo se abordan estos aspectos más fundamentales y sistémicos.

¹³ Véase R. Wade y F. Veneroso, "The Asian financial crisis: The high-debt model and the unrecognized risk of the IMF strategy", Documento de trabajo N° 128 (Nueva York: Fundación Russell Sage, 1998).

¹⁴ Véanse A. Singh, "Asian Capitalism and the financial crisis", documento presentado en la Conferencia sobre inestabilidad global y la orientación del mundo, Robinson College, Cambridge, Reino Unido, mayo de 1998; y J. Glen, A. Singh y R. Matthias, "How competitive are the emerging markets? An analysis of corporate rates of return from 9 emerging markets", documento presentado en un seminario del Departamento de Estudios del FMI, Washington, D.C., julio de 1998.

¹⁵ Véase el número especial del Journal of Development Studies al que se ha hecho antes referencia.

Anexo al capítulo III

TRES EPISODIOS DE CRISIS FINANCIERA POSTERIORES A BRETTON WOODS

I. La experiencia del Cono Sur

Hay muchos puntos similares entre lo que ocurrió en los países del Cono Sur de América Latina en los últimos años del decenio de 1970 y primeros del de 1980, particularmente lo sucedido en Chile durante ese período, y la reciente crisis financiera del Asia oriental: un endeudamiento excesivo en el extranjero en divisas con la intermediación de bancos recientemente desregulados sin supervisión adecuada en condiciones de tipos de cambio fijos y grandes diferenciales de intereses, lo que acabó conduciendo a bancarrotas generalizadas y crisis bancarias y monetarias¹.

En Chile el proceso de liberalización comenzó en 1974 con el retorno de los bancos totalmente nacionalizados al sector privado mediante licitaciones respaldadas con generosas facilidades de crédito. Como parte de una estrategia para eliminar las restricciones financieras, los tipos de interés se liberaron, los requisitos de reservas se redujeron y se permitió a las financieras recién creadas que operaran sin ninguna traba. A pesar de anuncios anteriores de las autoridades de que los depósitos no se asegurarían y que no habría ayudas de emergencia, el Gobierno intervino intensamente en 1977 cuando un banco importante se encontró con serios problemas y acudió en socorro tanto de los depositantes como del banco.

Los hechos dieron otro giro en 1979 cuando el tipo de cambio nominal del peso frente al dólar quedó fijo y se atenuaron las restricciones a la convertibilidad y a los movimientos de capital, incluido el endeudamiento privado en el extranjero. La razón de ser de esta última medida se expresó a la sazón por un alto funcionario del FMI en los términos siguientes:

En el caso del sector privado, aduciría que la diferencia entre deuda interior y exterior no es relevante – salvo cuando hay interferencia pública al transferirse los pagos del servicio de esas deudas o se toman otras medidas públicas claramente inapropiadas – si es que existe alguna. Los riesgos cambiarios que acompañan al endeudamiento exterior se toman presumiblemente en consideración, como también los demás riesgos asociados a las deudas, ya sean contraídas en el país o en el extranjero. De modo más general, cabe esperar que las empresas privadas evalúen cuidadosamente la rentabilidad neta que obtendrán de los fondos recibidos en préstamo comparándola con el costo neto, ya que su supervivencia como empresas estará en juego².

Las entradas de capital aumentaron en 1981 y el tipo de cambio real subió rápidamente. Fue este un período de alzas pronunciadas de los tipos de interés en dólares, cuando podría haberse esperado una salida de capital, pero los tipos interiores reales eran superiores al 30%, ya que la política monetaria se mantuvo muy restrictiva en vista de un déficit en cuenta corriente en rápido crecimiento producido por la apreciación monetaria, un auge del consumo y burbujas en los activos financieros y reales. El déficit comercial se incrementó desde unos 350 millones de dólares

¹ Sobre lo ocurrido en Chile véanse C. Díaz-Alejandro, "Good-bye financial repression, hello financial crash", *Journal of Development Economics*, Vol. 19, Nº 1/2, 1985; S. de la Cuadra y S. Valdés, "Myths and facts about financial liberalization in Chile", en P.L. Brock (ed.), *If Texas Were Chile: A Primer on Banking Reform* (San Francisco: Institute for Contemporary Studies Press, 1992); y R. Ffrench-Davis, M. Agosin y A. Uthoff, "Capital movements, export strategy, and macroeconomic stability in Chile" en R. Ffrench-Davis y S. Griffiths-Jones (eds.), *Coping with Capital Surges: The Return of Finance to Latin America* (Boulder, Colorado: Lynne Rienner Publishers, 1995).

² Esa declaración la hizo A.W. Robichek, Director entonces de la División del Hemisferio Occidental del FMI, citada en Díaz-Alejandro, op. cit., pág. 9.

en 1979 a 2.700 millones de dólares en 1981, al aumentar las importaciones de bienes de consumo. Los deudores nacionales pasaron prontamente de préstamos en pesos a otros en dólares para reducir los costos de financiación, con la esperanza de que los tipos de interés internacionales caerían más que los nacionales. Las entradas de capital consistieron principalmente en créditos de bancos internacionales denominados en dólares. Se trataba mayormente de préstamos en dólares recibidos por los bancos recién privatizados y represtados a prestatarios locales: en 1981, los créditos de bancos locales expresados en dólares al sector de la construcción aumentaron 280% frente a un incremento del 13% de los préstamos en pesos. Buena parte de los mayores créditos se usó para financiar la adquisición de activos públicos que se estaban privatizando. La proporción de la deuda bancaria respecto del ingreso se disparó a más del 50% en casi todos los sectores de la economía, y el porcentaje que representaba la deuda en el capital social de los grandes conglomerados superó el 90%.

El régimen cambiario se hundió en 1982. Una parte importante del sistema bancario era ya insolvente cuando los préstamos extranjeros empezaron a expandirse rápidamente en 1980. En 1981, el Gobierno liquidó tres bancos comerciales, cuatro financieras y un banco de desarrollo, que representaban el 35% de los préstamos totales. En 1983, otros ocho bancos, con el 45% de los préstamos del sistema financiero, pasaron a ser controlados por el banco central, que en 1988 tenía préstamos bancarios fallidos que suponían casi el 20% del PIB. Sólo un banco comercial sobrevivió sin respaldo público. Es en ese momento cuando se pensó seriamente en acrecentar la supervisión y regulación cautelares del sistema bancario.

II. La crisis bancaria e inmobiliaria de los Estados Unidos y la deflación de deuda

La subida tan grande de los tipos de interés en los Estados Unidos que creó dificultades a los deudores latinoamericanos en los primeros años del decenio de 1980 también suscitó problemas a las sociedades de ahorro y crédito de los Estados Unidos³. La anulación del Reglamento Q, que confería a la Reserva Federal facultades para limitar los tipos de interés de los depósitos, condujo a partir de 1980 a una mayor competencia por el pasivo, tanto entre bancos como entre ellos y otras instituciones. Dejó a las sociedades citadas con grandes carteras de préstamos hipotecarios a 30 años con un tipo de interés fijo y bajo, cuando la competencia estaba incrementando la remuneración de sus depósitos. El resultado fue que casi todas esas entidades se volvieron inmediatamente insolventes; tuvieron que elegir entre pagar por sus depósitos más de lo que percibían por los préstamos que habían hecho, o contemplar como sus depósitos menguaban hasta que no dispusieran de recursos líquidos para hacer frente a las retiradas. En consecuencia, se ejercieron presiones para que se desregulara parte de los activos de los balances, lo que acabó redundando en una excesiva asunción de riesgos y creación de deuda. El Congreso otorgó a las sociedades de ahorro y crédito más libertad para ejercer actividades en nuevas esferas de mayor rentabilidad, tales como bonos de calidad inferior (los llamados bonos basura), contratos de futuros y opciones, créditos al sector inmobiliario, y préstamos a consumidores y tarjetas de crédito, al mismo tiempo que se aumentaba la cuantía de los depósitos que se beneficiaban del seguro federal al respecto. En suma, la nueva legislación era una invitación a que dichas sociedades resolvieran sus dificultades invirtiendo en activos de mucho riesgo y mucho rendimiento.

Esto dio pie a fraudes y creó riesgo moral. Como la mayoría de las sociedades de ahorro y crédito eran ya insolventes, su única posibilidad de sobrevivir estribaba en expandirse hacia zonas de actividad de alto riesgo, financiándose con depósitos que estaban ahora garantizados hasta el límite de 100.000 dólares, pero cuyos tipos de interés ya no estaban sometidos a un tope. Los bancos de inversión pronto desarrollaron unas lucrativas actividades como corredores de depósitos asegurados, proporcionando fondos en paquetes federalmente asegurados de 100.000 dólares a las citadas sociedades, que a su vez los invertían en proyectos de alto riesgo. Los bancos comerciales, los

³ Para una reseña más detallada de este episodio véanse el TDR 1991, segunda parte, capítulo II; el TDR 1992, segunda parte, capítulo II; y el TDR 1994, segunda parte, capítulo II.

fondos de pensiones y las compañías de seguros siguieron todos ellos a las sociedades de ahorro y crédito en la concesión de créditos para comprar, promover y construir, lo que provocó una burbuja en los mercados inmobiliarios. También surgieron otras alternativas con el crédito al consumo durante la recuperación que comenzó en 1983, y con el suministro de financiación muy apalancada para fusiones y adquisiciones.

En este proceso, empresas y consumidores aumentaron su endeudamiento hasta un nivel sin precedentes, mientras que las entidades financieras incrementaron sus préstamos con la garantía de activos de riesgo. En consecuencia, el ingreso y el gasto tanto de empresas como de hogares se volvieron cada vez más sensibles a los tipos de interés. Así, cuando la Reserva Federal empezó a aplicar una política monetaria más restrictiva después del desplome bursátil de 1987 con el fin de estrangular la inflación activos-precios, el resultado fue una de las recesiones más profundas de la posguerra. La baja de los precios de los bienes raíces ocasionó minusvalías y una insolvencia generalizada, reduciendo la disposición y capacidad de los bancos para prestar y la de empresas y consumidores para gastar. Sin embargo, como reacción a la debilidad del sistema financiero y de la economía, los tipos de interés a corto plazo se redujeron en los primeros años noventa casi a niveles negativos en términos reales, proporcionando así un alivio no sólo a los bancos, sino también a empresas y hogares, que pudieron elevar la curva de rendimientos y refinanciar la deuda pagando unos intereses bastantes más bajos. Tal cosa acabó provocando un auge del mercado de valores, reduciendo con ello los tipos de interés a largo plazo y contribuyendo a restablecer el estado de los balances, propiciando con ello una fuerte recuperación.

La experiencia estadounidense de liberalización financiera brindó varias lecciones importantes. En primer lugar, confirmó lo que ya se había aprendido con el caso chileno, a saber, que una liberalización acelerada de las instituciones que reciben depósitos ha de ir acompañada de una reglamentación cautelar apropiada. En segundo término, mostró que si bien asegurar los depósitos rara vez constituye la causa inicial de un comportamiento de riesgo moral que pone a los bancos en dificultades, su existencia puede generar ese comportamiento una vez que un banco se encuentre en dificultades; tal situación conduce entonces a cuantiosas pérdidas adicionales, pues ya no existe ninguna posibilidad de que los riesgos disminuyan. La respuesta adecuada de la política económica no es eliminar el seguro, sino disponer unos rápidos cierres para que un banco insolvente no pueda con el seguro de los depósitos jugar a una recuperación de las ganancias. Esto forma ahora parte de las disposiciones federales de regulación cautelar que proporcionan pautas precisas para cerrar o intervenir rápidamente los bancos en dificultad.

Por último, la política económica aplicada en los primeros años noventa fue ejemplar en el sentido de que abordó la deflación de deuda, haciendo posible que la economía estadounidense disfrutara de una de las recuperaciones más dilatadas de la posguerra.

III. La crisis monetaria del SME

De modo muy parecido a la crisis asiática, la crisis de 1992 del SME que obligó a Italia y al Reino Unido a salirse del MTC fue provocada por grandes movimientos de fondos de arbitraje a corto plazo en respuesta a los diferenciales en los tipos de interés y a las perspectivas de plusvalías en condiciones de tipo de cambio fijos y crecientes desequilibrios exteriores. Las salidas de los fondos de arbitraje se produjeron por una apreciación de los tipos de cambio europeos y un alza de los tipos de interés en Alemania. También hubo un rápido contagio cuando la decisión de devaluar la lira italiana provocó mucha especulación contra la libra esterlina, lo que acabó con la salida de ambas monedas del MTC, y un contagio posterior que produjo un ataque especulativo al franco francés en el verano de 1993. Además, la desregulación también desempeñó un papel, pues Italia había removido todas las restricciones que tenía aún vigentes respecto de la cuenta de capital y adoptó la banda de fluctuación estrecha del SME en 1991.

En razón de la relativa estabilidad de los tipos de cambio después de 1987, había una expectativa general de que los tipos de cambio del entonces existente MTC se mantendrían estables y se convertirían en los tipos de conversión para la creación de la moneda europea única en la tercera etapa de la Unión Económica y Monetaria (UEM). En las economías de alta inflación y alto crecimiento de Italia y el Reino Unido, la estabilidad cambiaria se

logró durante ese período mediante políticas monetarias restrictivas que crearon grandes diferenciales en los tipos de interés con el resto de Europa, especialmente Alemania. Esto provocó grandes entradas de capital, financiadas con fondos obtenidos mediante préstamos a bajos tipos de interés en Alemania y los Estados Unidos. Tales entradas estuvieron inicialmente dominadas por bancos estadounidenses, que estaban también especulando con que la creación de la moneda común suscitaría una convergencia a la baja de los tipos de interés y reportaría, por tanto, plusvalías en los valores italianos y británicos en su poder. Así, a diferencia del Asia oriental, los préstamos se hacían en moneda nacional con el fin de beneficiarse de las ganancias de capital previstas. Por otra parte, se esperaba que el riesgo cambiario fuese pequeño; como el SME había siempre tenido reajustes "dentro de la banda", el mayor movimiento posible de los tipos de cambios sería inferior al 4,5%.

Los bancos de los Estados Unidos también invirtieron en esos mercados de alto rendimiento fondos en dólares que habían pedido prestados, pero como el dólar estaba flotando frente a las monedas europeas, el riesgo monetario era mayor. No obstante, dada la dificultad de cubrirse frente a la lira, la cuantía de los diferenciales y la debilidad del dólar, esas posiciones inicialmente no se cubrieron para hacerlo luego por conducto del marco alemán frente a una apreciación del dólar en el supuesto de que el tipo de cambio lira/marco no podía divergir más de lo que permitía la estrecha banda cambiaria del 4,5%. Respecto de la libra esterlina cabía cubrirse directamente.

Las grandes entradas de capital generadas por los diferenciales de los tipos de interés y las perspectivas de plusvalías fortalecieron esas monedas, y la gran acumulación de reservas hizo creer en su estabilidad. No obstante, por causa de los diferenciales en la inflación, también produjeron una apreciación real y un aumento de los déficit por cuenta corriente. A comienzos de 1992, se hizo patente que los crecientes déficit exteriores no podían sostenerse, y se registraron grandes salidas de capital de Italia. La continua depreciación del dólar hizo aún mayor la merma de competitividad, mientras que los tipos de interés más altos establecidos por el Bundesbank redujeron la atracción de los beneficios del arbitraje. Ganó así terreno la opinión de que la lira requeriría un ajuste superior a los tradicionales "dentro de la banda", probablemente de una magnitud hasta del 10 al 15%. Cuando las reservas italianas disminuyeron, los mercados forzaron en septiembre de 1992 una devaluación de la lira, conduciendo a un tipo de cambio que resultó ser insostenible, y la presión pronto se extendió a la libra esterlina; Italia y el Reino Unido suspendieron entonces su participación en el MTC. A diferencia del Asia oriental, ambos países experimentaron una recuperación muy rápida con el respaldo de un fuerte incremento de las exportaciones, usando la libertad que habían adquirido en lo que atañe a la política monetaria para reducir los tipos de interés en relación con los vigentes en Alemania⁴.

⁴ Para un análisis más completo de estos hechos véanse el TDR 1993, segunda parte, capítulo I; y el TDR 1994, segunda parte, capítulo II.