

# CRISIS Y RECUPERACIÓN EN ASIA

**OCTAVIANO CANUTO\***

## Resumen

La crisis financiera asiática de 1997-1998 resultó sorprendente no sólo por el alcance mundial de sus consecuencias, sino porque ocurrió en una región que poco antes se consideraba como referencia mundial en términos de crecimiento económico rápido y sustentado. La sorpresa fue mayor porque, en su epicentro, se encontró Corea del Sur, ejemplo del mayor *upgrading* de la periferia en relación con el núcleo de las economías desarrolladas. El presente texto aborda la experiencia de crisis y recuperación de cinco economías asiáticas (Corea del Sur, Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas) con el fin de encontrar sus rasgos comunes y sus diferencias. El objetivo es mostrar cómo la combinación de los enfoques del “riesgo moral” y del “pánico financiero” –resumidos en la sección 4– es necesaria para la comprensión de la crisis, y de varios aspectos de la misma.

**Clasificación JEL: F 310; F400; E650.**

Recibido: 3 de julio de 2001.  
Enviado a dictamen: 17 de julio de 2001.  
Aceptado: 28 de agosto de 2001.

En la primera sección se describen los rasgos iniciales de la crisis y se resaltan aspectos comunes y diferencias en las “crisis gemelas” (cambiaria y financiera) en las cinco economías. Se sugiere que algunos indicadores de vulnerabilidad financiera –tanto el nivel de endeudamiento y de otorgamiento de crédito con relación al PIB, como la proporción entre la deuda externa de corto plazo y las reservas– ya indicaban la profundidad y el carácter contagioso de la crisis en todos los casos. Adicionalmente se muestra cómo, a diferencia de otras crisis en economías emergentes, los fundamentos macroeconómicos no pueden erigirse como su causa y se destaca asimismo la insuficiencia de literatura sobre las crisis cambiarias en economías no desarrolladas.

La segunda sección se centra en los flujos de capital hacia las economías emergentes, particularmente en Asia, y aunque la importancia de este tema se señala en la sección previa, en ésta se pueden encontrar características comunes y distintas entre las cinco economías asiáticas, así como entre las demás economías emergentes.

En tercer término se destacan algunos choques externos de las economías asiáticas ocurridos antes del de 1997-1998, cuyo papel asimismo se destaca. Tales choques afectan –y acentúan– las estructuras financieras vulnerables que se estudian en la primera sección.

En seguida, en la sección 4, se presentan los elementos básicos de interpretación de la crisis financiera asiática más utilizados por sus intérpretes. Se delinean dos referencias básicas –sobre el tratado del “riesgo moral” y la interpretación de la “crisis de liquidez autorrealizada” o del “pánico financiero”– así como sus implicaciones en términos de recomendación política.

\* Profesor del Instituto de Economía de la Universidad Estadual de Campinas, Brasil (UNICAMP), <ocanuto@eco.unicamp.br.> Una versión anterior del texto fue presentada en el Seminario sobre Corea organizado por el IPIR en el Hotel Le Meridien, Río de Janeiro, en octubre de 2000. El autor agradece a los participantes del seminario, así como a André Moreira Cunha por los comentarios sobre el trabajo. Artículo traducido del portugués por Anjanette Deyanira Zebadúa Soto.

Se pretende hacer evidente que las características de las economías asiáticas en crisis pueden entenderse como resultado de la presencia simultánea de los determinantes apuntados por las dos interpretaciones mencionadas anteriormente. Por un lado, la vulnerabilidad financiera y la susceptibilidad ante situaciones de falta de liquidez (en grados distintos) en las cinco economías, disminuyeron la disposición de los agentes nacionales a elevar su exposición ante riesgos de liquidez, de maduración (*maturity mismatch*), y/o de denominación monetaria (*currency mismatch*). Por otro lado, tal disposición no puede comprenderse sin tomar en cuenta los incentivos (“riesgo moral”) para que los agentes asuman tal postura patrimonial.

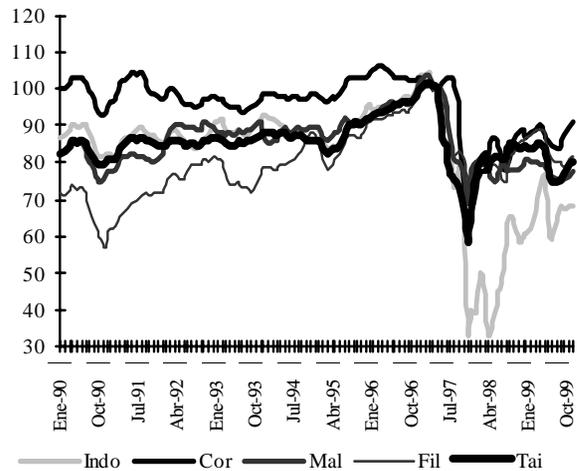
Finalmente, en la sección 5, se examinan las consecuencias de la crisis y la recuperación de las cinco economías asiáticas, con especial atención en el caso coreano. Las políticas gubernamentales de éstas y la evolución macroeconómica de Estados Unidos se destacan como factores básicos de la recuperación en la región durante el periodo inmediatamente posterior a la erupción de la crisis.

**La crisis cambiaria y financiera asiática**

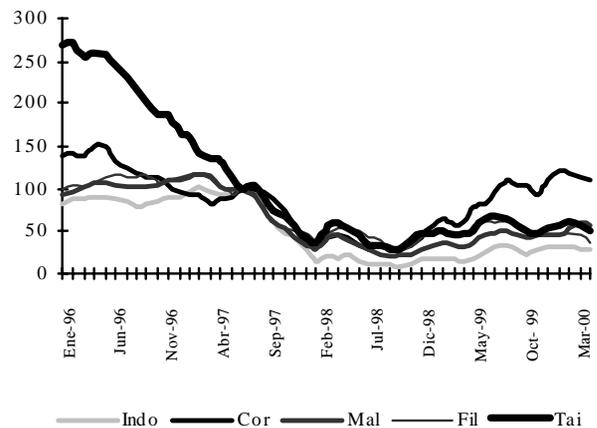
Dos características comunes en las experiencias nacionales de crisis financiera de las economías asiáticas (Tailandia, Malasia, Indonesia, Filipinas y Corea del Sur) fueron la acentuada depreciación de sus monedas con relación al dólar y la fuerte caída de los precios de los activos en los mercados accionarios (gráficas 1 y 2). Ambas reflejan fuertes salidas de capital (gráfica 3), con la correspondiente reducción de las reservas de dichos países (gráfica 4).<sup>1</sup>

Los flujos de capital para Asia pasaron de significar un ingreso de 93 000 millones de dólares en 1996 a una salida de 12 000 millones en 1997, de manera que revertir esta tendencia se convirtió en la segunda meta de este año. La alteración en los flujos de capital representó un monto de 105 000 millones de dólares, equivalente a cerca de 11%

**Gráfica 1**  
**Índice de tipo de cambio real y efectivo**  
(junio 1997 = 100)



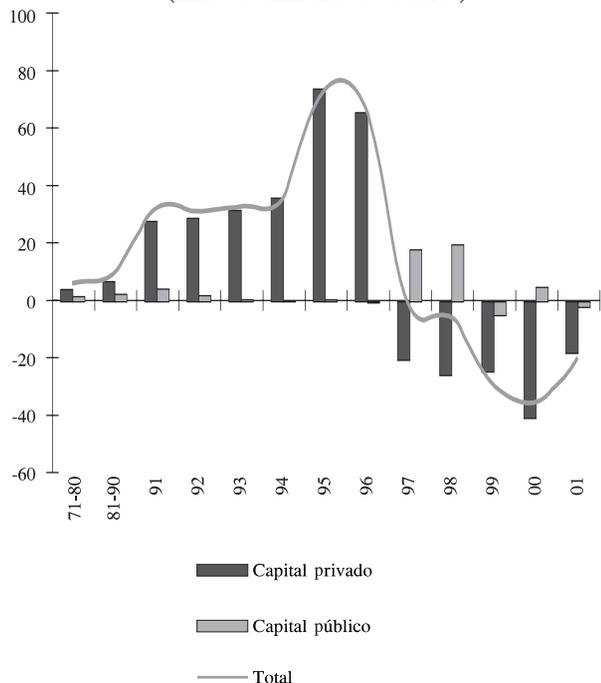
**Gráfica 2**  
**Mercado accionario en dólares**  
**promedio mensual**  
(junio 1997 = 100)



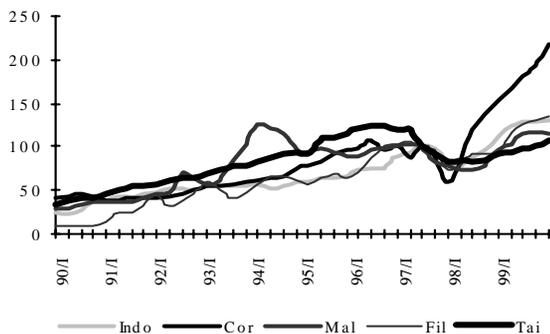
<sup>1</sup> Las gráficas fueron elaboradas por André Moreira Cunha –a quien el autor se lo agradece–, con datos obtenidos en el sitio <www.aric.adb.org>.



**Gráfica 3**  
**Flujos de capitales para los países asiáticos en crisis,**  
**1971-2001**  
(miles de millones de dólares)



**Gráfica 4**  
**Reservas internacionales -**  
**Índice trimestral**  
(1997 II = 100)



del PIB de la región [Radelet y Sachs, 1998]. La caída en los flujos corresponde principalmente a la desinversión en cartera y a la suspensión de créditos bancarios externos.

La crisis cambiaria y la salida de capital tendrían como consecuencia la contracción del crédito en las cinco economías (gráfica 5). Por otro lado, todas ellas cambiarán de déficit a superávit en la cuenta corriente de sus balanzas de pagos en 1998 (gráfica 6).

El evento que accionó el gatillo de la crisis fue el anuncio, el 2 de julio de 1997, de que el baht, la moneda tailandesa, entraría a un régimen de flotación, pues en seguida dicha moneda tuvo una depreciación de 15%. Los problemas en las instituciones financieras nacionales ya habían iniciado una crisis de confianza. En menos de dos meses Filipinas, Malasia e Indonesia desistirían de defender sus monedas y sufrieron también depreciaciones significativas. A pesar de la aprobación de paquetes de préstamos de emergencia por parte del FMI a Tailandia en agosto, y posteriormente a Indonesia y Corea, la crisis continuó profundizándose.

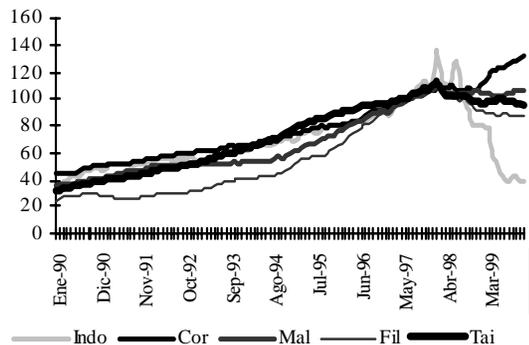
Corea del Sur fue el último escalón de la crisis en 1997, con una reducción de 25% en el valor de su moneda durante noviembre, que provocó una nueva cadena de depreciaciones en masa. De junio a diciembre de 1997 la rupia de Indonesia se depreció más de 140% con relación al dólar; el baht tailandés y el won coreano tuvieron pérdidas por encima de 80%, en tanto que el ringgit de Malasia y el peso filipino se depreciaron alrededor de 50 por ciento.

Mientras, otras economías asiáticas que permanecieron fuera del círculo de la crisis también depreciaron sus monedas (Taiwán y Singapur); en estos casos dichos países se vieron envueltos en un proceso circular de salida de capital, depreciación cambiaria y deflación del precio de los activos. Sólo el Consejo Monetario de Hong Kong pudo resistir con éxito los ataques especulativos y mantuvo su paridad con respecto al dólar estadounidense. Los dólares de Singapur y Taiwán se depreciaron en tasas cercanas a 20 por ciento.

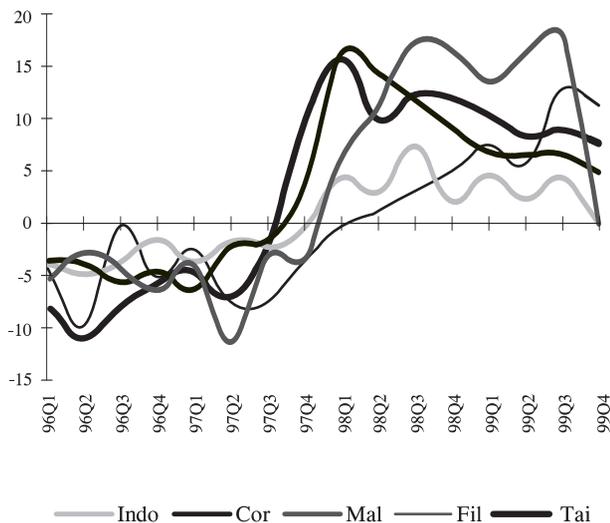
Todas las economías emergentes de la región, incluidas las que controlaron la crisis cambiaria, enfrentaron caídas



**Gráfica 5**  
**Crédito bancario -**  
**Índice ajustado estacionalmente**  
(junio 1997 = 100)



**Gráfica 6**  
**Cuenta corriente/PIB, 1996 I - 1999 IV**  
(porcentajes)



pronunciadas en sus bolsas de valores. A fines de 1997, los precios de las acciones habían caído en los cinco países en crisis.

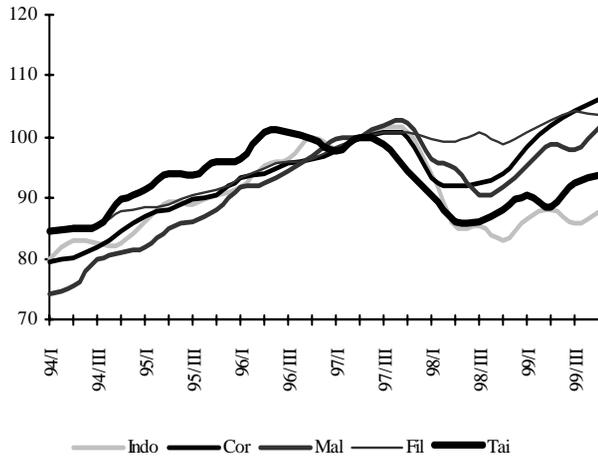
La experiencia asiática sorprende por la profundidad del “contagio”, pues la crisis, iniciada en un país, en breve tiempo se diseminó por toda el área. Poco antes de la depreciación tailandesa, Indonesia había recibido un análisis optimista del Banco Mundial. Corea, por su parte, un “tigre” distinto al de las otras cuatro economías, gracias a su gran desarrollo [Canuto, 1994a] no presentó signos explícitos de problemas graves hasta tres meses después de la depreciación en Tailandia.

La crisis financiera se convirtió en crisis económica, como lo muestra la caída del PIB de los diferentes países (gráfica 7). El PIB tailandés, después de alcanzar un máximo a mediados de 1997, disminuyó más de 10%, hasta alcanzar el piso en la segunda mitad del año siguiente. En Malasia la caída del producto fue también cercana a 10% entre el tercer trimestre de 1997 y 1998. Filipinas enfrentó una reducción más modesta de 3%, en tanto que Corea, la última gran economía asiática en entrar en crisis, tuvo una reducción de su PIB de 8% de finales de 1997 a la primera mitad de 1998. Indonesia fue la economía más afectada, pues tuvo una caída del PIB por encima de 15% en el mismo periodo.

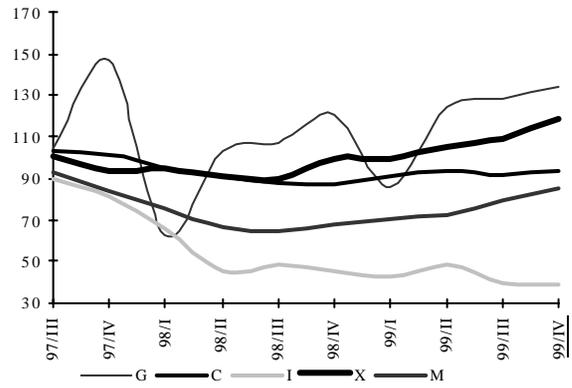
La contracción del PIB contrastó con la trayectoria anterior de prolongado crecimiento con el cual se había venido asociando a la región. De los componentes de la demanda agregada, se encontró que la inversión se estancó en todos los países (gráficas 8-12). En cuanto al gasto gubernamental, éste actuó como amortiguador de la crisis.

Las gráficas 1-12 y 4-12 también muestran algunas diferencias entre las economías en crisis. Además de la intensidad de la depreciación cambiaria y de la caída del PIB en Indonesia, destaca su contracción crediticia. Corea, en cambio, a pesar de haber pasado por una deflación mucho mayor de los precios de sus acciones, presentó una recuperación más rápida en la cuenta corriente, en las reservas internacionales, en el crédito bancario y

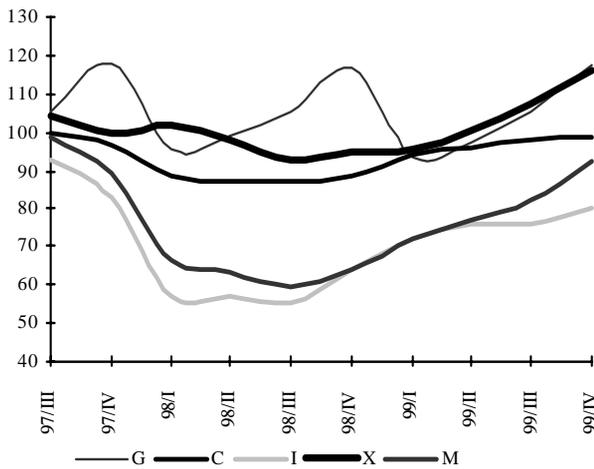
**Gráfica 7**  
**Índice trimestral del PIB**  
**1994-1999**  
(ajustado estacionalmente, 1997 II = 100)



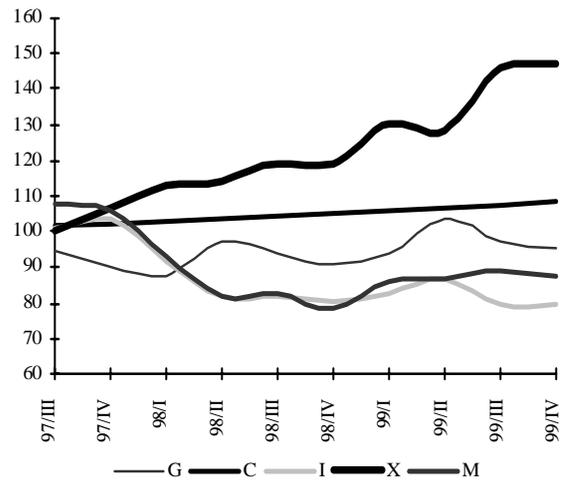
**Gráfica 9**  
**Demanda agregada en Malasia -**  
**Índices trimestrales desestacionalizados**  
(1997 II = 100)



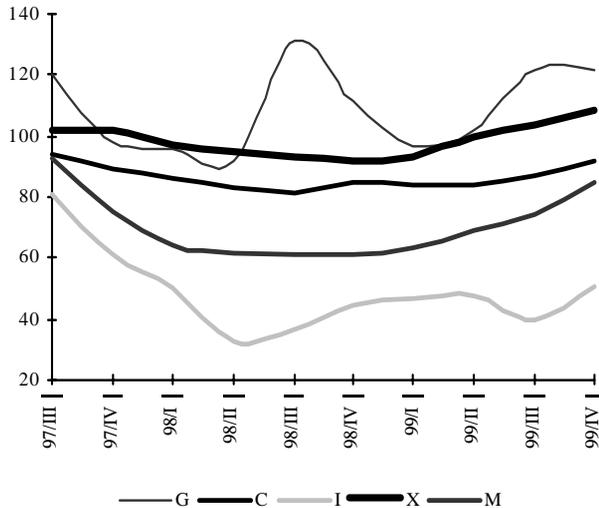
**Gráfica 8**  
**Demanda agregada en Corea -**  
**Índices trimestrales desestacionalizados**  
(1997 II = 100)



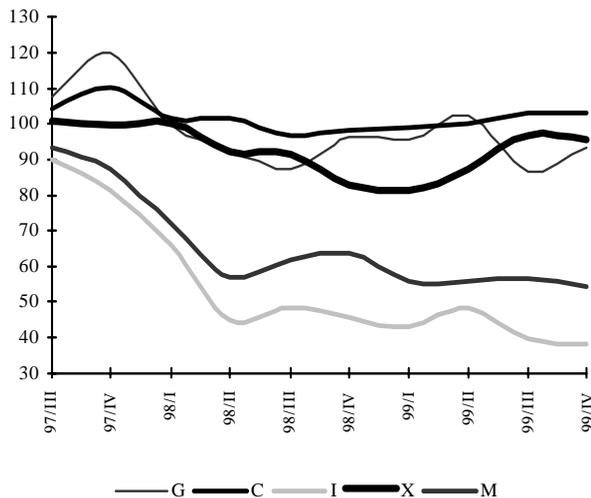
**Gráfica 10**  
**Demanda agregada en Filipinas -**  
**Índices trimestrales desestacionalizados**  
(1997 II = 100)



**Gráfica 11**  
**Demanda agregada en Malasia -**  
**Índices trimestrales desestacionalizados**  
(1997 II = 100)



**Gráfica 12**  
**Demanda agregada en Indonesia -**  
**Índices trimestrales desestacionalizados**  
(1997 II = 100)



en el propio mercado accionario. Por otro lado, todas las economías asiáticas a las que se hace referencia presentaron una experiencia similar en cuanto a la salida de capitales, cuya manifestación inmediata tomó la forma de un *crash* accionario que colapsó los regímenes vigentes de tipo de cambio fijo o administrado. A este respecto, la experiencia de la crisis cambiaria y financiera asiática fue aparentemente similar a la de otros episodios comparables en economías emergentes [Canuto y Lima, 1999]. En cada uno de los países en cuestión los tipos de cambio estaban siendo administrados, con mayor o menor rigidez, por su banco central, pues éste utilizaba sus reservas para estabilizar los mercados cambiarios nacionales. A partir de cierto momento, en cada caso, esas reservas se fueron evaporando a medida que los tipos de cambio fijos a administrados comenzaron a mantenerse apenas, debido a la entrega de divisas que efectuaba el banco central para satisfacer los continuos excesos de demanda por éstas.

La erosión de las reservas se originó tanto por la creciente desconfianza de los inversionistas privados como por la incapacidad del correspondiente banco central para mantener la estabilidad cambiaria. Tal desconfianza se manifestó en la urgencia de vender activos nacionales, lo que provocó bajas continuas en sus cotizaciones y una contracción del crédito por parte de los prestamistas externos y nacionales. El movimiento común consistió en que los tenedores de activos del sistema financiero –depositantes, accionistas y acreedores externos– buscaban liquidarlos y convertirlos en divisas. En tales circunstancias, como en otras experiencias, las instituciones financieras se vieron obligadas a liquidar activos y cancelar líneas de crédito, métodos que establecieron restricciones al gasto de las empresas y las familias, con la correspondiente transmisión de la crisis cambiaria y financiera a la economía en su conjunto.

Una vez que se agotaron sus reservas (o aun antes, como en Indonesia), los bancos centrales fueron sucesivamente obligados a detener las ventas de divisas y a lograr la sostenibilidad cambiaria. En cada caso, a la reducción acentuada del valor de las monedas nacionales le siguió



la libre fluctuación a la par de una profundización del riesgo de insolvencia nacional y de la recesión local. Como en la experiencia anterior de México, después de un largo periodo de estabilidad cambiaria, el agotamiento de las reservas se produjo en muy poco tiempo [Chiang, 1999].

Por otro lado, si bien esta interacción del colapso cambiario y la crisis financiera nacional ha estado presente en todos los casos asiáticos –así como en otras crisis de economías emergentes– hay que observar la diversidad de causalidades posibles entre las esferas cambiaria y financiera. El círculo vicioso entre estas esferas puede –en principio y de acuerdo con varias experiencias anteriores– ser puesto en acción por razones fundamentalmente distintas.

La desconfianza podría haber tenido su punto de partida en los mercados internos de activos, con la salida de capital y el agotamiento de las reservas como consecuencias. El origen podría haber residido específicamente en un déficit o en deudas públicas consideradas insostenibles o cuya monetización hubiese elevado la proporción entre la liquidez interna y el nivel de las reservas externas.

Alternativamente, la causa principal del círculo vicioso podría haber estado en la balanza de pagos, o sea, en déficit en la cuenta corriente que los inversionistas externos no pudieron absorber. Excesivamente apreciados de la moneda local podrían ser consecuencia, por ejemplo, de tasas de inflación internas superiores a las externas y que no son compensadas nominalmente por los tipos de cambio administrados.

La determinación de la causa, en última instancia, tiene obvia relevancia para la búsqueda de políticas correctoras. Una vez instaurado el círculo vicioso entre, de un lado, la fragilidad de las finanzas privadas internas y/o públicas, y de otro, el deterioro de las cuentas externas, se vuelve difícil separarlas. Con todo, lo importante es localizar el punto de partida del proceso entre, por ejemplo, las posibilidades mencionadas en los párrafos anteriores. En este contexto, observemos algunos indicadores que desde

luego nos permitirán descartar o explorar las posibilidades de explicación para la experiencia asiática.<sup>2</sup>

Ante todo, ninguno de los cinco países presentó déficit públicos importantes en los años anteriores a la crisis; incluso algunos registraron superávit [Corsetti *et. al.*, 1998]. En Corea, por ejemplo, según las estadísticas financieras del FMI, después de tener un saldo positivo de 2.7% respecto al PIB de las cuentas públicas en 1994, los modestos déficit de 0.9 y 1.1% en 1995 y 1996, no pueden considerarse críticos. En Tailandia, a su vez, superávit de 1.9, 3.0 y 2.4% del PIB se alcanzaron en el mismo trienio. La señal de las cuentas públicas también fue positiva en Malasia e Indonesia en 1996. Se evidencia, por tanto, que es inadecuada la explicación clásica de ataques especulativos y crisis en regímenes cambiarios rígidos formulada por la llamada “primera generación de modelos de ataques especulativos” iniciada por Krugman [1979], la cual señala a las políticas macroeconómicas inconsistentes como el origen previsible de la crisis de balanza de pagos.

En rigor, el desempeño macroeconómico en términos de crecimiento y baja inflación de las economías en crisis fue notable antes de la misma. En Corea, el PIB creció 8.6, 8.9 y 7.1%, respectivamente, de 1994 a 1996; en cuanto al índice de precios al consumidor, mantuvo un crecimiento de entre 4.4 y 6.3% al año en el mismo periodo. En el caso tailandés, las cifras correspondientes fueron de 8.9, 9.1 y 7.7% para el PIB, y de 5.1-5.8% para la inflación. Las demás economías tuvieron un crecimiento menor; en Filipinas el ritmo pasó de 4.4% en 1994 a 5.7% en 1996, con tasas anuales de inflación que permanecieron entre 8 y 9% en el mismo periodo.

El desempeño macroeconómico también descarta, por tanto, la “segunda generación de modelos de ataques especulativos”, línea inaugurada por Obstfeld [1994] y que tiene como referencia empírica la crisis del sistema

<sup>2</sup> Para Kaminsky *et. al.* [1998] los mejores indicadores previos de una crisis cambiaria son la evolución de las exportaciones, el tipo de cambio real, la proporción entre las variables de liquidez y de reservas externas, el ritmo de crecimiento del PIB y los precios de las acciones.

monetario europeo de 1992. En el caso de la libra esterlina inglesa y de la lira italiana, su fijación cambiaria de entonces exigía el uso de políticas monetarias altamente restrictivas, con tasas de interés crecientes. Asimismo, tal defensa se mostraba posible mediante los flujos de cambio, y en cuanto a los términos de desaceleración económica y desempleo se presentaban crecientes, con alta probabilidad de que de manera paulatina alteraran la valuación costo-beneficio de la política cambiaria en la perspectiva del gobierno. Teniendo en cuenta esta cuestión, los ataques especulativos en contra de las monedas ocurrirán con éxito, porque afectarán definitivamente la valuación costo-beneficio de los gobiernos en cuanto al compromiso cambiario. Como en el caso de la “primera generación”, este tipo de “profecías autorrealizables” concretadas por los mercados, mediante las opciones de política gubernamental en cuanto al costo-beneficio de sostener el tipo de cambio, no puede aplicarse al caso asiático, dado el buen desempeño macroeconómico anterior a la crisis.

¿Y en cuanto a la balanza de pagos? En el caso de Tailandia, los déficit en cuenta corriente alcanzaron 8% del PIB antes de la crisis, situándose como en los demás casos señalados, en una banda de entre 3 y 6%. Por otro lado, como se verá en el siguiente apartado, la disponibilidad de capital externo para la región parecía exceder las necesidades de ingreso.

El flujo máximo de salida de capital que ocurrió durante la crisis siguió a un fuerte auge de entrada durante el periodo 1990-1996, y en rigor no hubo una alteración súbita del escenario de cuentas corrientes que pudiese suscitar cambios drásticos y repentinos en las expectativas de los inversionistas externos.

En lo referente al tipo de cambio real, los niveles de Tailandia, Indonesia y Malasia anteriores a la crisis estaban apreciados apenas entre 5 y 8% con relación a la media de 1990-1996, mientras que en Corea la tasa estaba levemente depreciada [Ferguson Jr., 2000]. En Filipinas la apreciación llegó a 20%, pero de cualquier modo fue el país menos afectado de los cinco por la crisis, como hemos visto. Chowdry y Goyal [2000], al examinar diversos

métodos para estimar el tipo de cambio real sugieren apenas alguna posibilidad de problemas en el tipo de cambio real en Tailandia, Malasia y Filipinas, descartando definitivamente la hipótesis en lo que se refiere a Corea e Indonesia, así como a Hong Kong, Singapur y Taiwán.

Se elimina asimismo la posibilidad de plena explicación de la crisis a partir de fundamentos macroeconómicos (cuentas públicas, crecimiento e inflación y tipo de cambio real) y de inconsistencias en las políticas macroeconómicas. Siguiendo las variables tradicionales, Tailandia –la primera de las fichas del dominó en caer– apenas se aproximaría a un diagnóstico en tal dirección.

Resta examinar los indicadores referentes a las instituciones financieras (bancos e intermediarios no bancarios) y de las variables correlacionadas (precios de los activos y préstamos de las empresas). En este sentido, en efecto, se revelan algunas posibles pistas para entender la profundidad y el carácter contagioso de la crisis.

Siguiendo los indicadores propuestos por Kaminsky *et al.* [1998], el nivel de endeudamiento y de concesión de crédito en la economía *vis-a-vis* al PIB, así como el nivel de la deuda externa de corto plazo como proporción de las reservas internacionales, pueden señalar la inminencia de una crisis financiera (bancaria y/o cambiaria). En caso de que esos índices aparezcan elevados, la economía se muestra vulnerable ante fugas de capital nacional y de repatriación de capital por inversionistas externos.

En las cinco economías ocurrieron elevaciones acentuadas en las variables de crédito interno y de activos líquidos de corto plazo (M2) antes de la crisis en tasas bastante superiores a las del crecimiento nominal del PIB [Chowdry y Goyal, 2000]. Esta evidencia y su compatibilidad con las explicaciones de la crisis a partir de procesos de endeudamiento interno se tratarán en los apartados siguientes.

En lo referente a la magnitud de deuda de corto plazo *vis-a-vis* el volumen de reservas, no se verificó un monto mayor de éstas sobre la primera en el caso de Malasia,



la cual, a pesar de esto, fue la única en erigir barreras significativas a la salida de capital durante la crisis.<sup>3</sup>

A partir de ahí varios intérpretes resaltarán la volatilidad de los flujos internacionales de capital de corto plazo (deuda y acciones) como la causa inmediata de la crisis [Radelet y Sachs, 1998; Furman y Stiglitz, 1998].

Antes de abordar las interpretaciones financieras de la crisis, cotejándolas con estas evidencias, pasaremos a examinar un conjunto de choques externos que enfrentaron las economías emergentes asiáticas. Antes que nada, en lo que sigue efectuaremos una breve revisión del ingreso de capital en estas economías a lo largo del periodo 1990-1996.

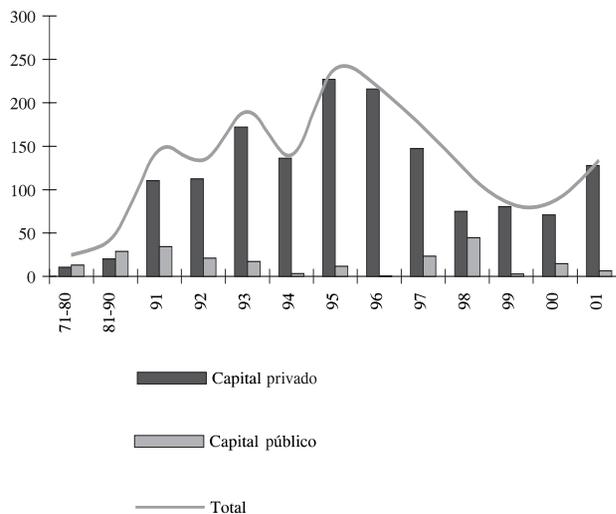
El intenso ciclo de entrada y salida de capital externo, común en toda la región, ocupa un sitio clave en las hipótesis referentes a las causas financieras de la crisis. Por otro lado, buscaremos evidenciar la presencia, al lado de factores comunes, de algunas diferencias en el papel que tuvieron los flujos de capital externos en los países en cuestión.

### Flujos de capital para Asia

La gráfica 13 muestra el gran salto que dieron los flujos de capital para las economías emergentes (economías en desarrollo y economías en transición) para los años noventa. Los flujos líquidos de capital privado para las economías emergentes crecieron siete veces entre 1990 y 1996. Después de un máximo y de la reducción acentuada durante la crisis financiera de las economías emergentes, los parámetros se mantuvieron por encima de los niveles de la década anterior. Suponiendo una plena recuperación de estas economías, la proyección de la OCDE, contenida en la gráfica, apunta al retorno de niveles mayores en el

<sup>3</sup> Cabe señalar que, en el periodo de la crisis, los controles sobre la cuenta de capital habían sido liberalizados hacía mucho en Indonesia y Tailandia, aunque continuaban siendo importantes en Corea. Por ejemplo, los no residentes no podían tomar préstamos en won, prohibición también reestablecida en Tailandia durante la crisis [ITO, 1999:18]. La diferencia en el caso de Malasia fue el carácter *ex post* de sus restricciones establecidas sobre la salida de capital.

**Gráfica 13**  
**Flujo de capitales para los mercados emergentes,**  
**1971-2001**  
 (miles de millones de dólares)



futuro próximo. Es fundamental resaltar el peso de los flujos oficiales en 1997-1998, cubriendo principalmente la salida de capital privado.

El incremento acentuado del movimiento de capital para los países emergentes en la primera mitad de la década tiene sus razones, según el informe del FMI *International Capital Markets: development prospects and policy issues* [1995]. Ante todo, la tendencia hacia la reducción de las tasas de interés en las economías avanzadas impulsó a los inversionistas institucionales a buscar oportunidades de inversión con mayor oportunidad de ganancia, a la par de su lógica de diversificación de sus carteras. Del lado de las economías emergentes habrían contribuido los procesos de liberalización en cuanto a la inversión externa, así como las reformas financieras, la desregulación sectorial y las privatizaciones.

Durante el periodo expansivo se manifestaron preocupaciones en cuanto al volumen tal vez excesivo de entradas de capital, causando una sobrevalorización en las economías nacionales, así como presiones especulativas



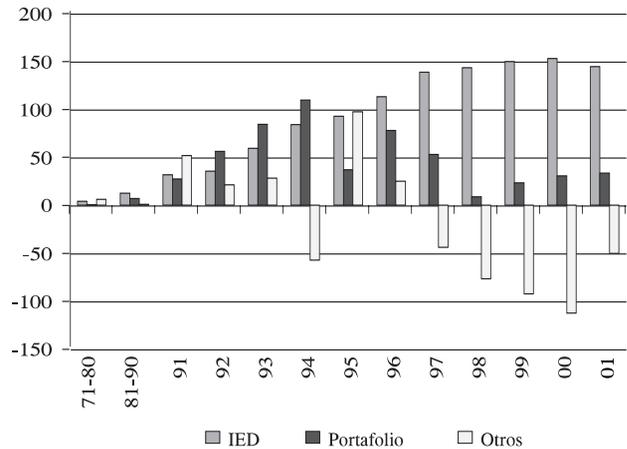
al alza de los activos. Tailandia y Malasia llegaron a recibir flujos por arriba de 10% del PIB, acompañados de un auge inmobiliario (conforme a lo mencionado en el citado informe del FMI). En Tailandia la intención explícita era acumular reservas para mantener el tipo de cambio administrado, a pesar de los déficit en cuenta corriente que alcanzaban 8% del PIB. El auge inmobiliario, a su vez, se tornó una burbuja que se instauró en los meses anteriores a la depreciación del baht, con instituciones financieras enfrentando problemas crecientes de insolvencia.

La gráfica 14 presenta los flujos de capital para las economías emergentes conforme al tipo de inversión. Se observa un crecimiento continuo de la inversión extranjera directa (IED). Las inversiones de cartera (acciones, títulos de deuda y otros títulos negociables), después de superar a la IED durante el periodo 1992-1994, se redujeron particularmente en 1998. Asimismo, puede notarse la contracción en el renglón de “otros” (préstamos y depósitos bancarios y otros créditos no negociables, y transferencias interbancarias internacionales) a partir de 1995.

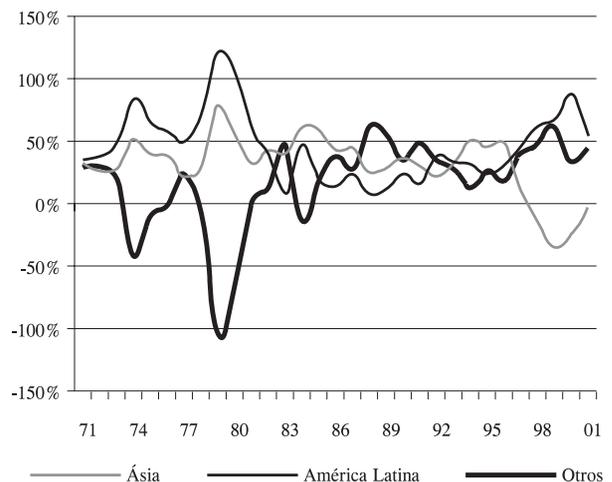
En verdad, conforme a lo ilustrado en la gráfica 15, esos movimientos fueron originalmente heterogéneos. Entre principios de los años ochenta y 1997, los flujos hacia Asia superaron los dirigidos a América Latina, con una pequeña excepción en los años noventa a causa de los flujos que entraron a México. Después de declarada la crisis asiática, los flujos a Asia tomaron niveles negativos. Llama la atención la intensidad de la salida de capital en cuanto América Latina pasó a ser el receptor mayoritario.

De los 30 000 millones de dólares que en 1990 llegaron a las economías emergentes, dos tercios fueron para Asia, mientras que menos de un tercio fue para América Latina. En 1993, el monto total había llegado a los 160 000 millones, dos cuartas partes, equivalentes a 40%, se destinaron a estas dos regiones. En 1995, los flujos a América Latina cayeron sustancialmente como consecuencia de la crisis mexicana. El año siguiente la recuperación de estos flujos llegó a un nuevo récord para el total de las economías emergentes –arriba de 240 000 millones de dólares– de los cuales la mitad fue para Asia y un tercio

**Gráfica 14**  
**Flujos privados de capital para los mercados emergentes, 1971-2001**  
(miles de millones de dólares)



**Gráfica 15**  
**Distribución geográfica de los flujos de capital para los mercados emergentes, 1970-2001**

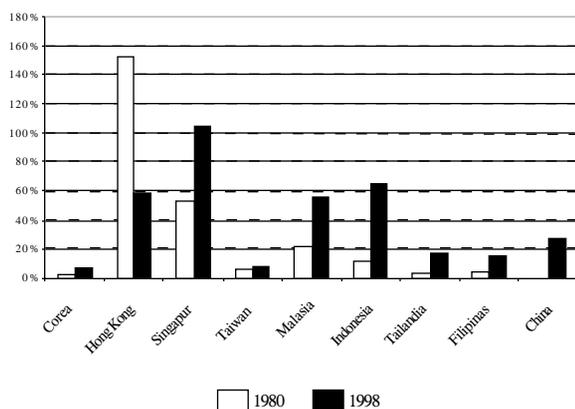


para América Latina [ITO, 1999:5]. Tanto en la crisis mexicana como en la asiática, los préstamos bancarios y los títulos de deuda no negociables mostraron reducciones bruscas (gráfica 14).

La lectura agregada de los datos en escala regional esconde fuerte heterogeneidad entre los casos nacionales. Aunque todos los países asiáticos habían recibido grandes flujos de capital en los años noventa, los aumentos más significativos se dieron en China, que alcanzó parámetros 15 veces mayores de 1990 a 1996. Corea, Singapur, Indonesia y Tailandia tuvieron una absorción de capital elevada de entre dos y cuatro veces a lo largo del mismo periodo.

En el caso de la IED, en el cuadro 1 se compara la participación de los países desarrollados y de las economías emergentes de Asia y América Latina en cuanto receptores de *stock* de capital. Por su parte, la gráfica 16 y los cuadros 2 y 3 revelan la heterogeneidad en cuanto al papel cumplido por la IED en las economías, antes y después de la crisis. En el caso de las cinco economías en crisis, cabe señalar la importancia relativamente pequeña de la IED en Corea, tanto en términos de *stock* en relación con el PIB, como en la proporción entre el ingreso de capital y la formación bruta de capital fijo. Malasia e Indonesia representan el lado opuesto.

**Gráfica 16**  
**Proporción de IED/PIB**



Entre las fuentes de IED para Asia, Estados Unidos estuvo en primer lugar en los casos de Corea, Taiwán, Singapur y Filipinas, mientras que Japón ocupó el primer lugar en todos los demás países de la región. Hasta mediados de la década, Indonesia, Tailandia y Malasia fueron los principales destinos de la inversión japonesa, siendo sustituidos por China a partir de entonces. Las empresas japonesas dirigieron parte de sus procesos productivos hacia sus vecinos como respuesta de la apreciación del yen frente al dólar hasta mediados de la década [Canuto, 1994a: cap. 4; Whitt, 1999].

La diversidad en la magnitud y las fuentes de capital también aparece en la composición de ingresos por país. En Malasia, como en China, se incrementó la recepción de IED. La entrada de capital de cartera fue mínima, con niveles negativos en ciertos momentos. En la misma dirección, cabe señalar que Malasia fue la única, entre las cinco, en la que la deuda externa de corto plazo no llegó a superar las reservas externas. Por su parte, Tailandia tuvo ingresos de inversión en cartera superiores a los de IED.

En lo tocante a los préstamos bancarios internacionales de las economías avanzadas a las emergentes, se observa un patrón regionalizado. Los países asiáticos recibieron principalmente empréstitos de bancos japoneses y europeos, mientras que los latinoamericanos obtuvieron recursos de bancos estadounidenses y europeos. [ITO, 1999:13-14].

Como proporción del PIB, el total de pasivos bancarios externos en Tailandia, Malasia, Indonesia y Corea, a mediados de 1997, eran mayores que en los países latinoamericanos. De 1993 a 1997 crecieron de manera acentuada las razones de pasivos bancarios/PIB y de deudas de corto plazo/reservas en las cinco economías de la crisis asiática, conforme a lo mencionado en la sección anterior.

Como contrapartida interna, los créditos del sistema bancario nacional al sector privado como proporción del PIB en Asia variaron entre 50% (Filipinas) y 100% (Tailandia) de 1996 y 1997, mientras dicho parámetro se situó abajo de 25% en Brasil, Argentina y México

[Ferguson Jr., 2000]. Más que nunca, el patrón de financiamiento empresarial “basado en el crédito bancario” de Asia –en contraste con el “basado en los mercados de capitales” al estilo anglosajón– fue ejercitado en dicho periodo.<sup>4</sup>

Un gran impulso a la IED se había dado en la región en los años noventa, en contraste con el papel de la inversión de cartera para América Latina, donde hasta en tiempos recientes el predominio de los flujos de inversión directa no pueden servir como estereotipo de los flujos de capital como sí sucede en todos los casos asiáticos. En Corea, el ingreso de recursos externos sirvió principalmente para impulsar la inversión de las empresas nacionales mediante préstamos bancarios y venta de acciones, reafirmando el patrón típico de su industrialización anterior [Canuto, 1994a; 1994b].

Por otro lado, la contrapartida –particularmente en Tailandia– fue la mayor “fragilidad financiera” del sistema económico, tanto en términos de diferenciación entre plazos de madurez de los activos (inversiones productivas) y pasivos (préstamos bancarios y títulos de deuda de corto y mediano plazos), como de diferenciación en la denominación de las monedas (activos en moneda nacional, contra pasivos denominados en divisas [*currency mismatch*]). La estabilidad cambiaria, que abatió el precio de la captación externa, se combinó con la disposición de los acreedores extranjeros en un proceso cuya resultante fue la subida rápida de los índices de crédito bancario interno/PIB y de deuda externa de corto plazo/reservas internacionales. En este contexto, cabe señalar que de los ya mencionados 105 000 millones de dólares dirigidos hacia estas economías en 1997, cerca de 75% (77 000 millones) corresponden a préstamos bancarios [Radelet y Sachs, 1998:5].

### Choques externos

Aunque no necesariamente se apuntan como causas de las crisis simultáneas en Asia, tres choques ocurridos en los años anteriores son, de acuerdo con la literatura, la causa

<sup>4</sup> Sobre tales patrones de financiamiento empresarial, véase Tsuru [2000].

que afectó negativamente las exportaciones de los países en cuestión, reforzando la vulnerabilidad de sus economías [Corsetti *et. al.*, 1998; Whitt, 1999]:

- 1) El crecimiento de las exportaciones chinas, después de su depreciación cambiaria en 1994, quitó espacios en los mercados occidentales a sus competidores vecinos.
- 2) La depresión económica japonesa implicó menores compras de los productos vecinos.
- 3) La apreciación del dólar con relación al yen y otras monedas en 1995-1997, en un periodo en el cual la moneda estadounidense servía de ancla cambiaria para varios países asiáticos.

La modificación del tipo de cambio de la moneda china fue por sí misma un aspecto clave. Hasta 1994 China tenía dos tipos de cambio: uno oficial, fijado por el gobierno, y otro fluctuante, determinado por las fuerzas del mercado. Del monto de recursos recibido por exportaciones, apenas 20% se convertía al tipo de cambio oficial. El gobierno chino decidió en tanto unificar los tipos de cambio, lo que significó que el tipo de cambio oficial se depreciara 35% aproximadamente antes de interrumpir este mecanismo. Dada la proporción anterior de reservas convertidas al tipo de cambio oficial, la depreciación efectiva fue de apenas 7%. Además de esto, con una aceleración inflacionaria no compensada por el tipo de cambio nominal, en términos reales ocurrió cierta apreciación cambiaria entre el momento de la unificación y 1997 [Whitt, 1999: 22].

Con todo, además de otros factores de competitividad (como el costo de la mano de obra no calificada y la absorción de inversión), las exportaciones chinas de productos tecnológicamente menos complejos, como vestido y montaje de productos electrónicos, crecieron de manera extraordinaria. Para darse una idea de la magnitud del auge exportador de China, basta señalar que mientras que en los años ochenta las exportaciones de Corea hacia Estados Unidos fueron el doble o triple de las chinas, en 1991 éstas sobrepasaron a las coreanas, alcanzando el doble en 1996. El impacto se dio par-



**Cuadro 1**  
**Participación en porcentaje respecto al total de IED (entradas)**

	1980	1985	1990	1995	1997	1998
Mundo	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Países desarrollados	73.76	69.67	78.87	71.06	67.29	68.14
Europa	36.58	30.20	41.73	38.25	35.80	36.36
EUA	16.39	23.60	22.33	19.20	19.83	21.40
Japón	0.65	0.61	0.56	1.20	0.79	0.74
Países en desarrollo	26.24	30.33	20.96	27.58	30.72	29.83
Corea	0.23	0.28	0.33	0.38	0.45	0.50
Hong Kong	8.59	5.93	3.17	2.54	2.75	2.35
Singapur	1.22	1.66	1.62	2.14	2.29	2.12
Taiwan	0.47	0.37	0.55	0.56	0.58	0.49
Malasia	1.02	0.94	0.58	0.97	1.08	1.00
Indonesia	2.03	3.19	2.20	1.81	1.79	1.49
Tailandia	0.19	0.03	0.46	0.63	0.38	0.49
Filipinas	0.24	0.33	0.18	0.22	0.25	0.25
China	0.01	0.55	1.05	4.70	6.28	6.39
PAD	14.00	12.74	9.10	9.25	9.56	8.70
PAD y China	14.01	13.29	10.15	13.95	15.84	15.09
Argentina	1.05	0.84	0.42	0.99	1.16	1.11
Brasil	3.45	3.28	2.10	3.54	3.73	3.84
México	1.60	2.40	1.27	1.47	1.47	1.49

Fuente: UNCTAD. 1999. *World Investment Report*.

**Cuadro 2**  
**Proporción de IED/PIB en porcentaje**

	1980	1985	1990	1995	1997	1998
Corea	1.83	2.31	2.32	2.14	3.22	6.46
Hong Kong	152.60	133.16	75.04	50.96	55.30	58.79
Singapur	52.94	73.57	77.96	71.45	83.12	104.93
Taiwan	5.81	4.72	6.07	6.05	7.00	7.70
Malasia	21.11	23.68	23.44	30.50	37.21	56.57
Indonesia	11.84	27.13	33.98	25.03	28.49	64.91
Tailandia	3.03	0.51	9.59	10.39	8.64	17.80
Filipinas	3.77	8.46	7.40	8.21	10.25	15.54
China	0.02	1.41	4.79	18.74	24.01	27.23
Argentina	6.68	7.72	8.27	29.19	41.19	46.39
Brasil	8.36	29.10	26.28	38.31	43.73	52.60
México	5.44	8.58	3.45	5.84	6.31	7.84
Japón	0.31	0.35	0.33	0.65	0.64	0.79
EUA	2.97	4.38	6.80	7.24	8.21	9.99

Fuente: UNCTAD, 1999. *World Investment Report*

**Cuadro 3**  
**IED/Formación bruta de capital fijo**

	1987-1992	1993	1994	1995	1996	1997
Japón	-	-	-	-	-	0.3
Corea	1.1	0.5	0.6	1.1	1.3	1.8
Hong Kong	9.9	11.5	10.6	7.7	11.5	9.9
Singapur	32.2	23.1	36.1	25.6	23.1	27.3
Taiwan	3.3	1.7	2.5	2.6	3.3	3.8
Malasia	18.1	20.3	14.9	11.1	12.1	12.2
Indonesia	2.7	4.3	3.8	6.7	8.9	7
Tailandia	5.6	3.6	2.4	2.9	3.1	6.8
Filipinas	6	9.6	10.5	9	7.8	6.1
China	4	12.2	17.3	14.7	14.3	14.3
Argentina	7.6	5.8	6.1	10.5	12.4	12.7
Brasil	1.8	1.5	2.3	3.8	7.1	11.9
México	9.4	9	15.2	20.6	15.5	16.3
Mundo	4.1	4.3	4.6	5.4	5.8	7.7
Países desarrollados	4.2	3.6	3.7	4.7	4.8	6.5
Países en desarrollo	3.9	6.4	8	7.3	8.4	10.3
América Latina	5.4	6	9.1	9.4	12.5	16.1
Asia (Sur, Este, Sudeste)	4.3	7.3	8.5	7.6	8.2	9.1

Fuente: UNCTAD, 1999. *World Investment Report*.



particularmente sobre Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas, los “tigrillos” que no contaban con la superioridad industrial y tecnológica de Corea y de otros “tigres” [Canuto, 1994a].

El segundo choque sugerido por los analistas se refiere a las consecuencias de la crisis japonesa, iniciada por el surgimiento, en 1990, de dos burbujas especulativas: la accionaria y la inmobiliaria que se inflaron a fines de la década anterior.<sup>5</sup> Con todo, el tiempo anterior al estallido de la crisis no favorece este argumento. Además de esto, como gran cantidad de importaciones japonesas provenientes de sus vecinos corresponde a artículos incorporados en sus exportaciones, para tales vecinos indirectamente importan más las condiciones de demanda en los mercados occidentales, que las del propio Japón.

El tercer choque corresponde a la apreciación del dólar con relación al yen y otras monedas nacionales a partir de 1995, revirtiendo su trayectoria de depreciación de 1993-1994. Entre abril de 1995 e igual mes de 1997, el dólar se apreció nominalmente 50% con relación al yen, y 23% con relación al marco alemán.

En los años anteriores a la crisis algunas economías asiáticas habían anclado significativamente sus monedas respecto al dólar (como en el consejo monetario de Hong Kong), mientras que otras preferían hacerlo con relación a una cesta de monedas con precios fijos respecto al dólar y otras monedas (con un precio no siempre declarado oficialmente). En este segundo caso, el precio del dólar era elevado, conforme estimaciones de Witt [1999: 25]: 90% en Corea durante 1995-1996 y no menos de 80% en los demás casos. Por tanto, la apreciación del dólar arrastró en la misma dirección a las monedas asiáticas, aunque con una intensidad menor.<sup>6</sup>

La búsqueda de estabilidad cambiaria respecto al dólar, mediante el anclaje directo o una cesta de monedas, fue fundamental para atraer capitales (además de servir even-

tualmente como instrumento de estabilización anti-inflacionaria). Desde el punto de vista de las decisiones de IED, el anclaje minimiza el riesgo cambiario para la inversión dirigida al mercado estadounidense. La misma reducción del riesgo cambiario favoreció el ingreso de inversión de cartera y de crédito bancario externo. Al mismo tiempo, el crecimiento económico y el optimismo estimularon la apreciación de que los riesgos de crédito eran mínimos. La estabilidad imperante del dólar se convirtió en uno de los estímulos de la elevación de la rentabilidad financiera nacional con base en la captación de divisas externas de corto plazo.

Como consecuencia de los dos choques descritos en esta sección, las exportaciones de los cinco países asiáticos emergentes hacia Europa y Japón se desaceleraron antes de la crisis financiera de 1997. Además de esto, particularmente los sectores productivos tecnológicamente más complejos de Corea, competidores de Japón, experimentaron un aumento de la producción japonesa *vis-a-vis* la coreana en el mercado estadounidense, recuperando sectores de mercado que el año anterior el “tigre” había perdido.

Tailandia, Corea y Malasia presentaron fuertes caídas en el crecimiento de sus exportaciones en 1996, contrastando con el ritmo de los años anteriores. En el caso coreano, sus ventas a Estados Unidos cayeron más de 6%, después de haber aumentado 30% durante los dos años anteriores. En 1996, la expansión de las ventas externas tailandesas fue casi nula, a pesar de que se habían elevado 20% el año anterior.

Aunque en términos macroeconómicos la desaceleración exportadora no se tradujo en un deterioro significativo de la cuenta corriente de la balanza de pagos de Corea como se vio al principio, para explicar la intensa crisis en su economía conviene analizar el efecto en la rentabilidad de las amplias inversiones nacionales destinadas a la exportación que se efectuaron con una gran elevación de la tasa de rendimiento financiero durante la provisión de capital. Mientras que la apreciación del dólar afectó a Corea, la expansión china comprimió las ventas externas de las otras cuatro economías que entraron en crisis.

<sup>5</sup> Sobre esto, véase Canuto [2000a].

<sup>6</sup> Sobre regímenes de política monetaria en economías emergentes, véase Canuto [2001].

Los mismos argumentos valen para la reducción del ritmo de crecimiento de tres de las cinco economías entre 1996 y 1997: de 8.9 a 7.1% en Corea, de 9.5 a 8.6% en Malasia, y de 8.8 a 5.5% en Tailandia. El cambio en la trayectoria de las exportaciones y el crecimiento impulsado por éstas parecen insuficientes para explicar la crisis (con una posible reserva para Tailandia) que se abatió sobre las estructuras económicas con trazos de fragilidad financiera.

### Riesgo moral y pánico financiero

La literatura sobre crisis y regulación de las finanzas distingue las siguientes situaciones en las cuales las instituciones y el sistema financiero se enfrentan con problemas, aunque en términos concretos no siempre resulta fácil distinguirlos [Canuto y Lima, 2000a; 2000b]:

- 1) *Insolvencia*: cuando el valor presente de los activos es inferior al de los pasivos entonces la insolvencia es inevitable. La falta de sustentabilidad patrimonial puede permanecer disfrazada por algún tiempo, pues puede que ocurra una asimetría de información entre los tenedores del patrimonio y sus acreedores. En los casos en que la insolvencia patrimonial depende de que se verifiquen *a posteriori* los escenarios utilizados en los cálculos originales del riesgo involucrado, la situación de insolvencia aparece cuando el escenario se revela desfavorable una vez que se ha concretado. Sin transparencia y con asimetría de información los acreedores pueden subestimar los riesgos involucrados, lo cual puede estimular a los tenedores del patrimonio (captadores de recursos de terceros) a asumirlos en exceso (el “riesgo o peligro moral”, *moral hazard*).
- 2) *Iliquidez*: cuando hay insolvencia patrimonial en el largo plazo, hay incongruencia temporal entre el retorno de los activos y los compromisos derivados de los pasivos. El patrimonio es viable, pero en el caso en que no haya refinanciamiento cuando los compromisos de pasivos superan la liquidez obtenida en los activos, se presenta la insolvencia. La posibilidad de insolvencia en este caso es peligrosa (una falla del mercado), ante el retorno positivo de liquidez del proyecto. Tal falla de mercado

puede ocurrir cuando hay asimetría de información e inseguridad de los acreedores, choques sistémicos de racionamiento de crédito, etcétera.

La iliquidez es inevitable en algunas instituciones, particularmente en el caso de los bancos. Las funciones de éstos –“transformar la madurez”– implican combinar pasivos líquidos, de valor nominal fijo a la vista (depósitos), en activos menos líquidos y de valor variable (títulos de crédito, títulos del Tesoro). En ausencia de préstamos de última instancia de un banco central y de otros elementos de una “red de seguridad financiera”, todos los sistemas bancarios están sujetos a un fuerte “riesgo sistémico”: corridas en los bancos por parte de los depositantes, pánico y comportamiento en manada, insolvencia generalizada, falta de liquidez en la economía, etcétera.

Por otro lado, cabe señalar que la presencia del riesgo de iliquidez no es exclusiva de los bancos; surge siempre en las inversiones de largo plazo respaldadas con recursos de terceros y plazos menores de vencimiento. En rigor, los sistemas económicos con financiamiento empresarial “basado en el crédito bancario”, al contrario de los “basados en el mercado de capitales” tienden a presentar, de manera generalizada, situaciones de potencial iliquidez.<sup>7</sup>

La diferencia entre “insolvencia” e “iliquidez” resulta de particular relevancia para el objetivo de este trabajo. Estos conceptos están en la raíz de las principales explicaciones de la crisis asiática y en el estudio de las economías emergentes en general. La forma en que los intérpretes los utilizan para sugerir políticas económicas para solucionar las crisis no siempre son conciliables; su comprensión es esencial para proceder a un análisis de la crisis y de sus interpretaciones, así como al debate respecto a la actuación del FMI. Como se verá, la propuesta de rediseñar la “arquitectura financiera global” que actualmente se discute, parte de cierta visión en la que

<sup>7</sup> No cabe aquí comparar las ventajas y desventajas entre tales sistemas y el de sus combinaciones, ni de las condiciones en las cuales pueden ser apropiados. Véase a este respecto, Tsuru [2000].



predominan estos problemas en las economías emergentes en el periodo reciente.

Las explicaciones financieras de la crisis asiática pueden clasificarse en dos grandes grupos [Corsetti *et. al.*, 1998; Chowdry y Goyal, 2000]:

- 1) Riesgo moral (*moral hazard*): Dooley [1997], Krugman [1998].
- 2) Pánico financiero o crisis de iliquidez autorrealizada (*self-fulfilling runs on liquidity*): Chang y Velasco [1998a; 1998b; 1998c], Radelet y Sachs [1998], Furman y Stiglitz [1998].

El primer grupo argumenta que en la raíz de la fragilidad financiera asiática estuvieron presentes políticas gubernamentales inadecuadas. Las garantías gubernamentales a los préstamos bancarios privados habían estimulado al sector privado a tomar recursos en exceso y a invertir en proyectos de riesgo elevado, con fuerte posibilidad de volverse insolventes, dada la eventualidad de escenarios desfavorables. Con la vulnerabilidad que surge del riesgo generalizado de insolvencia, cualquier choque –como los analizados en la sección anterior– podría haber disparado la crisis, con contagio y gran profundidad.

Esta línea de argumentación proviene de la “primera generación de modelos de ataques especulativos” analizada en la primera sección, de manera que coloca la causa primaria de la crisis en las políticas gubernamentales. La diferencia es que en el caso del “riesgo moral”, las “fallas del gobierno” no aparecen en los datos sobre política fiscal, cambiaria y monetaria. Los seguros gubernamentales –explícitos o implícitos– sólo revelan su efecto pernicioso una vez desencadenada la crisis, cualquiera que sea el gatillo inicial de la misma (choque interno o externo).

Con tales políticas puede ocurrir un éxito macroeconómico temporal mientras el volumen de pérdidas potenciales acumuladas por el gobierno no se vuelva insostenible, antes de agotarse el “fondo de seguros (formal o informal)” se realizarán inversiones privadas de alto riesgo, dadas

las alternativas de privatización de las ganancias en los escenarios positivos y de socialización de las pérdidas en los escenarios negativos. De la misma forma, las garantías gubernamentales en cuanto al riesgo cambiario pueden provocar un ingreso excesivo de capital de corto plazo.

Un ataque especulativo –exitoso– tenderá a ocurrir cuando el fondo de seguros gubernamentales se haya agotado y los acreedores observen el fin de las garantías. En este momento, los acreedores de inversiones de alto riesgo cambiarán los pasivos privados existentes por liquidez, ocurriendo entonces una deflación de activos y una contracción de créditos bancarios al sector privado, con un aumento de la “preferencia por la liquidez”. Dados los riesgos de insolvencia gubernamental y/o de depreciación cambiaria, la preferencia por la liquidez tiende a dirigirse al exterior (“la fuga por la liquidez” hacia los puertos seguros de las economías centrales).

La entrada de capital se torna excesiva a causa de la superabundancia de recursos *vis-a-vis* las oportunidades de aplicación con solvencia. El auge del consumo mexicano anterior a 1995 y la “bola inmobiliaria” en Tailandia son manifestaciones de lo anterior. En Corea, los conglomerados habían invertido excesivamente en capacidad productiva en los sectores de electrónica, automóviles, construcción naval y otras actividades de exportación (sujetas al choque adverso del yen/dólar, analizado en la sección anterior). Empíricamente, la interpretación de “riesgo moral” sería compatible con la de explosión del crédito privado respecto al PIB y con los aumentos de la razón de deuda externa de corto plazo/reservas, observados en el periodo previo a la crisis.

Un contexto particularmente propicio al “riesgo moral” en Asia se habría instaurado debido a los procesos de liberalización financiera –desregulación de tasa de interés, reducción de requisitos de reservas, promoción de la competencia– sin una reforma correspondiente a la superestructura regulatoria, a fin de evitar una toma excesiva de riesgo. En tales condiciones de transición incompleta, las instituciones financieras en estado de fragilidad fueron tentadas a incurrir en riesgos como única oportunidad de escapar de su situación [Canuto y Lima, 1999].

En Tailandia, por ejemplo, el relajamiento de la regulación bancaria y de los controles de capitales se dio sin el fortalecimiento de la supervisión bancaria. Al mismo tiempo, los intermediarios financieros no bancarios se encontraron libres de restricciones.

En Corea, la liberalización financiera se aceleró en 1995 a causa de su entrada a la OCDE. Los bancos comerciales se encontraron libres de la jurisdicción de regulación, la cual restringía los excesos de exposición imperante en clientes específicos [Ito, 1996: 26; Hahm y Minsky, 2000: 21-2]. De esta forma, los conglomerados coreanos y los bancos pudieron aumentar sus estructuras patrimoniales con alta diversificación del riesgo.

Las soluciones de política favorables para la literatura del “riesgo moral” y la “insolvencia” localizan la búsqueda de alineación entre riesgos y decisiones, tanto en escala micro como macroeconómica, mediante:

- en el ámbito interno, mayor regulación prudencial y redes de seguridad financiera con acceso más restringido, ambas con “castigos” y “premios”, según el comportamiento de las instituciones, y
- en el plano externo, la eliminación de paquetes multilaterales de asistencia y del FMI, o, como mínimo, endurecimiento de las condiciones asociadas a éstas. En la misma línea, la participación de los acreedores privados externos en las renegociaciones, en lugar de su salida permitida por los paquetes de ayuda.

El segundo grupo de interpretaciones de la crisis asiática pone el acento en el pánico financiero y en las consecuentes corridas contra las instituciones y sistemas sobre las condiciones de iliquidez en potencia. En rigor, quien adopta la interpretación de “riesgo moral” de manera flexible también reconoce la emergencia de situaciones de pánico y de “comportamiento en manada” (*herd behavior*) de los inversionistas cuando la crisis se dispara y la insolvencia se traduce en falta de liquidez (por ejemplo, [Hahm y Minsky 2000]). Simétricamente, este segundo grupo que aborda la crisis a partir del pánico financiero no niega el papel de las asimetrías en la información, ni

la necesidad de una supervisión y regulación financiera adecuadas.

La diferencia reside, sin embargo, en que este segundo grupo no considera correcta la afirmación de que en los países asiáticos estuviese predominando la insolvencia generalizada antes de la crisis. No hay fundamentos (macro o microeconómicos) para justificar la crisis de confianza. La misma corrida por la liquidez de parte de los acreedores nacionales y externos habría autorrealizado sus temores, al provocar liquidación masiva de activos, colapsos patrimoniales, corridas de los bancos y racionamiento de créditos. Las pérdidas de capital y la crisis financiera y económica surgen como consecuencia del proceso, a pesar de la viabilidad de las inversiones de largo plazo.

La versión de la crisis por iliquidez autorrealizada supone pasivos externos de corto plazo y de divisas por encima del valor de liquidación de los activos que componen las reservas internacionales del país. Los datos estudiados al principio del artículo parecen compatibles con la hipótesis de vulnerabilidad y pánico. En junio de 1997 Indonesia, Tailandia y Corea –que acabaron por recurrir al FMI– tenían razones de deuda externa de corto plazo/reservas de 1; por su parte Malasia y Filipinas, cuyos índices estuvieron por debajo de 1, ya iban elevándose con velocidad.

El segundo grupo es igualmente conciliable con la rápida subida de la tasa de crédito privado/PIB anterior a la crisis. Por ejemplo, la crisis de iliquidez autorrealizada podría haberse dado a partir del súbito cambio en el humor de los inversionistas, comportándose en manada, después de una onda anterior de superoptimismo sobre el desarrollo de la región en años anteriores.

Además, la liberalización financiera sin modernización regulatoria cumple también un papel en esta visión de pánico financiero. La competencia entre bancos e instituciones financieras no bancarias habría llevado a los primeros a emitir pasivos líquidos con promesa de una remuneración mayor que antes, exacerbando así su vulnerabilidad en cuanto a liquidez.



En términos de políticas recomendadas, hay por lo menos un punto en que la dirección de este segundo grupo es diametralmente opuesta a las versiones radicales del riesgo moral, a saber, en cuanto a la necesidad de contar con fuentes de préstamos de última instancia y con redes de seguridad financiera de fácil y rápido acceso, en ambos niveles, nacional e internacional. Para este segundo grupo, la mera existencia de tales fondos disponibles tendría el efecto de aumentar los índices de liquidez vistos como sustentables por los acreedores, volviéndose eventualmente innecesario el uso de los recursos.

En la versión de Chiang y Velasco [1998a; 1998b], por ejemplo, las crisis “puras” de iliquidez autorrealizables –sin ninguna fragilidad en los fundamentos– tienden a ocurrir, en las economías pequeñas, en cuanto se presenta escasez de liquidez en el plano internacional. En el caso contrario, la liquidez externa puede permitir la salida de la crisis. Se concluye, por tanto, que es crucial la existencia de líneas de crédito, así como el acceso fácil y rápido a las mismas, inclusive a las del FMI, para evitar crisis innecesarias. En este contexto, Ito [1999:28] defiende la creación de fondos regionales de liquidez para economías próximas y sujetas a contagios de desconfianza.

Adicionalmente, la versión del “pánico financiero” es menos rutilante en cuanto a la funcionalidad de los controles al capital empleados en Malasia, en situaciones de emergencia por lo menos. En el caso de ondas “irracionales” de fuga (desprovistas de fundamentos) se vuelve funcional la activación de *circuit-breakers* para calmar a la manada de inversionistas.<sup>8</sup> De la misma forma, abriéndose teóricamente la posibilidad simétrica de ondas de superoptimismo no justificable con fundamentos macroeconómicos, se tiende a recomendar controles *ex ante* sobre la entrada de capitales de corto plazo, al estilo chileno de cuarentenas o “impuesto Tobin”.

<sup>8</sup> En Krugman [1999], el autor de la primera generación de ataques especulativos racionales y de un modelo de “riesgo moral” reconoce la evidencia de las fugas de iliquidez autorrealizada. No por nada llegó a defender el manejo temporal de controles de capital poco antes de su anuncio por parte de Malasia.

Finalmente, el estudio de la fuga de iliquidez autorrealizada tiende a criticar las políticas de fuerte elevación de la tasa de interés interna en situaciones de crisis, pues se ha visto que ésta puede agravarse por la contracción del crédito y por olas adicionales de desconfianza. Se tiende a efectuar reformas regulatorias y ajustes patrimoniales sin el obstáculo de escasez innecesaria de liquidez.

La confrontación entre las hipótesis del riesgo moral y la insolvencia *versus* solvencia con falta de liquidez y pánico no se resuelve, teórica o empíricamente, con la transferencia del debate a la órbita de la discusión sobre los paquetes de rescate y de las condiciones impuestas por el FMI. Sin embargo, éstas se mantienen en las distintas lecturas de la actual recuperación asiática. Del lado del “riesgo moral” se proclama la profundización de las reformas (consolidación patrimonial, principalmente en los mercados de capitales) como condición necesaria –aún no cumplida– para que retorne el desarrollo a la región. A su vez, el lado de la “crisis de falta de liquidez autorrealizada” revela mayor optimismo, como consecuencia de las quiebras que se evitan gracias a los recursos multilaterales utilizados en los rescates y del refuerzo de la liquidez local vía las exportaciones y el crecimiento, en las economías donde éstas se han ido recuperando. Algunos análisis intentan incorporar aspectos –y consideraciones de política económica– de ambos enfoques, como por ejemplo los de Hahn y Minsky [2000].

Vale mencionar aquí la propuesta de combinación presentada por Chowdry y Goyal [2000: 47]: asegurar plenamente los créditos de corto plazo, para evitar crisis de iliquidez autorrealizada y dejar sin seguros a los inversionistas de largo plazo excluyendo la posibilidad de rescate *a posteriori*, de manera que se estimule la puesta en marcha de sólidos sistemas de control y gestión del riesgo, lo cual restringiría el “riesgo moral”. Como en la versión de las asimetrías de información y riesgo moral de Hahn y Minsky, en la cual estos elementos se combinan con “corridas por liquidez”, la propuesta de Chowdry y Goyal reconoce ambas posibilidades de insolvencia e iliquidez, distinguiendo sus ámbitos temporales de alcance.



Como digresión, cabe señalar que éste parece ser el sentido actual de la reforma de la arquitectura financiera global delineada por el FMI y los gobiernos del Grupo de los Siete [Canuto, 2000c]. Se trata de reforzar la defensa contra el riesgo sistémico para evitar el contagio y las fugas de liquidez en el plano internacional, estableciendo al mismo tiempo una estructura de incentivos favorables a la adopción, en escala nacional, de políticas macroeconómicas sustentables y de sistemas de regulación financiera conforme a un esquema establecido como saludable. Esto corresponde al inicio de un proceso de adaptación, en escala global, de las redes de seguridad financiera existentes en el ámbito interno en las economías avanzadas, más o menos en la dirección delineada por Chowdry y Goyal. El blanco principal de dicha adaptación es el conjunto de las economías emergentes.

La pieza clave de la reforma es el cambio en las líneas de crédito del FMI. Por un lado, se reduce el costo de la línea de crédito de contingencia (LCC) que se formó el año pasado y que hasta ahora no se ha utilizado. Por otro, el endurecimiento de los términos de acceso a las demás líneas de crédito del Fondo.

En analogía con los seguros de depósitos bancarios y de los préstamos de última instancia de los bancos centrales, en las economías nacionales la LCC se anunció como una línea de acceso fácil y rápido para los países precalificados para participar. La condición es justamente esa precalificación como país financieramente bien establecido.

Una vez cumplida dicha condición, y la mera existencia de amplias reservas vía LCC, disminuirán las posibilidades de que ocurran ataques especulativos y comportamientos de fuga en manada. Como en las redes de seguridad financiera nacionales, eventualmente no sería necesario recurrir a la LCC.

Al mismo tiempo, la idea es también estimular el uso de los recursos del Fondo para plazos más largos de los que da la LCC. De ahí la fuerte elevación de la tasa de interés sobre las demás líneas, la cual sube de acuerdo con el préstamo. El financiamiento de plazos mayores se deberá dejar a fuentes privadas, siendo éstas conscientes de la

baja probabilidad de rescate oficial por parte del FMI o de otra instancia multilateral.

La exigencia del FMI y del Tesoro estadounidense de que los acreedores privados participasen en la renegociación de la deuda de Ecuador en 1999 ya señalaba la intención de inocular el riesgo del crédito en el cálculo de los inversionistas en todas las economías emergentes. El diseño general de la reforma sigue el diagnóstico de que la crisis financiera de las economías emergentes, desde México hasta Brasil, con los correspondientes temores de contagio en el núcleo duro de las economías avanzadas –crisis de los *hedge funds* en 1998–, refleja el exceso de libertad imperante en cuanto al riesgo tanto por parte de los acreedores privados externos como de las economías emergentes. Con ayuda de los paquetes oficiales de rescate, excepto en el caso de Rusia, los acreedores privados saldrán relativamente ilesos.

Restan detalles relevantes de la reforma, como el establecimiento de criterios eventuales para el uso automático de la LCC, la definición de criterios referentes a la solidez financiera de las economías, etc. Pero la dirección es clara en el sentido de establecer una especie de acuerdo de sanidad financiera, excluyendo bandas frágiles de las finanzas globales y ofreciendo premios al buen comportamiento. En lugar de grandes paquetes de rescate que van de la mano de programas de reformas posteriores a la irrupción de las crisis, ahora el propósito es establecer condiciones *ex ante*, dejando recursos automáticamente liberados en última instancia para economías con buenos fundamentos macro y microeconómicos.

### **Recuperación y reformas**

Siguiendo a Radelet y Sachs [1998], la crisis tailandesa parece haber exhibido algún componente de fundamentos –macro y micro– en desorden. Las crisis de Indonesia y Filipinas, por su parte, contienen causas derivadas de su inestabilidad política. Todas estas cinco crisis asiáticas sufrieron un contagio de expectativas pesimistas y de desconfianza. La crisis de Corea, sin embargo, de acuerdo con dichos autores fue una “pura” crisis de fuga de iliquidez autorrealizada.



En el caso de Corea, la hipótesis del “riesgo moral” exige localizar cambios cualitativos en los años noventa. Al final, la experiencia histórica de desarrollo económico coreano, que destaca entre las economías emergentes por el estado alcanzado, tiene como uno de sus elementos fundamentales las políticas públicas de financiamiento y apoyo estratégico, caracterizadas por la “premiación de vencedores y castigo de perdedores”. Fueron los vencedores en este proceso selectivo los que se convirtieron en los grandes conglomerados coreanos. Las estrategias de ocupación de mercados y de inversión en aprendizaje tecnológico, así como los menores márgenes de ganancia, fueron moldeadas por la dirección que estaba contenida en los incentivos gubernamentales [Canuto, 1993; 1994a].

El enfrentamiento de la competencia internacional en la actual fase ha impuesto cambios estratégicos y patrimoniales, relocalizando actividades en la búsqueda de tasas de retorno más altas. En el escenario posterior a la crisis esta transición se ha reforzado. Sin embargo, ¿se ha disipado la memoria de las disoluciones de los conglomerados en el periodo anterior a 1997, a causa de la liberalización y la desregulación?

No se puede tampoco equiparar el “exceso” de inversión industrial coreana con las “burbujas inmobiliarias” en los demás países. Incluso el crecimiento en la razón de crédito al sector privado/PIB, fue más lento que en México en el periodo anterior a 1995 y a la crisis en los demás países asiáticos [Hahm y Mishkin, 2000: 26].

Con todo, parece difícil negar que antes de la crisis, detrás de los buenos fundamentos macroeconómicos, las condiciones financieras de varios conglomerados se estaban deteriorando. Al final de 1996, 20 de los 30 mayores conglomerados contaban con tasas de retorno por debajo del costo de capital y a principios de 1997, siete de ellas fueron declaradas en quiebra [Demetriadis y Fattouh, 1999]. Simultáneamente, dada la posición de los bancos nacionales en relación con los grandes conglomerados, la obtención de ganancias por parte de éstos se desdobló en préstamos que devinieron en el empeoramiento de los balances del sistema bancario.

Hahm y Mishkin [2000] ofrecen evidencias sobre la presencia de problemas de asimetrías en la información y de riesgo moral por detrás del deterioro de los balances del sector financiero y no financiero de Corea:

1. Los criterios de clasificación de préstamos y de provisión para evitar las pérdidas eran demasiado permisivos, quedando cotejados con los patrones internacionales.
2. En cuanto a los bancos comerciales, éstos eran supervisados rigurosamente por el Banco de Corea; los *merchant banks* y demás instituciones financieras no bancarias liberalizadas a partir de 1993-1994 disfrutaban de regímenes regulatorios más permisivos, incluso con autorización de propiedad por los conglomerados nacionales. Mediante el encaje en negocios de alto riesgo, se expusieron a elevados riesgos de tasas de interés, cambiarios y de crédito. Ofreciendo “cuasidépósitos” como pasivos remunerados obtuvieron depósitos de los bancos comerciales.
3. Se acentuó la concentración de cada una de las carteras en torno de algunos conglomerados, con préstamos de largo plazo. La de elevada exposición y las “relaciones de proximidad” o “compadrazgo” (*crony capitalism*) con los conglomerados clientes se volvieron la regla.
4. La estructura de financiamiento corporativo altamente arraigada de los conglomerados –característica histórica de la industrialización coreana [Canuto, 1994a; 1994b]– pasó a confrontarse con la rentabilidad operacional decreciente en varias actividades.
5. Los préstamos externos tomados por intermediarios financieros se transferían –con el correspondiente riesgo cambiario– a los conglomerados.
6. Independientemente del ejercicio efectivo o no de salvaguardas gubernamentales, se propagó la convicción de que los conglomerados eran *too big to fail*. Sin monitoreo nacional –y de los acreedores externos– los “vencedores” del proceso selectivo competitivo coreano fueron vistos como “invencibles”.

Los choques externos (que se analizaron en un apartado anterior) y la quiebra del cuarto mayor conglomerado (Hanbo) en enero de 1997, seguida de varias más, inauguraron una nueva fase de susceptibilidad ante ataques especulativos y ante los contagios de procesos de desconfianza como el iniciado en Tailandia. El *downgrading* en la calificación del riesgo de Corea en octubre, definitivamente agravó el escenario.

El ataque especulativo en Corea no se dio en la forma clásica de las “primera y segunda generaciones”. Dada la presencia de controles sobre las transacciones de mercado en términos de divisas (*forward*), así como la inexistencia de un mercado de futuros de cambio dentro del país, el campo para ataques directos era limitado. La depreciación del won acabó sucediendo a fuerza de la corrida de los acreedores externos sobre las instituciones financieras nacionales y de la fuga de los inversionistas extranjeros de las bolsas coreanas. [Hahm y Mishkin, 2000: 31].

Entre los aspectos que ilustran la vulnerabilidad coreana mediante la crisis de confianza y de corridas por la liquidez, en el periodo inmediatamente anterior a la crisis, están las respuestas mediante políticas públicas. Por ejemplo, el anuncio del gobierno, el 25 de agosto de 1997, de que garantizaría todas las deudas externas del país, tuvo un efecto opuesto a lo esperado. Funcionó como una alerta en cuanto a la salud financiera de los conglomerados, así como una señal de que el déficit público y su monetización podrían terminar por derrumbar el régimen cambiario en un momento en que el contagio se difundía en la región [Demetriades y Fattouh, 1999].

Las políticas de estabilización inicialmente acertadas del FMI también intensificaron las dificultades. El paquete del FMI puede ser visto como una exigencia de austeridad fiscal y monetaria, pero dado que los fundamentos macroeconómicos coreanos estaban ajustados lo suficiente como para prescindir de ese “paquete modelo” de recomendaciones del Fondo, se argumentó que cierto espacio fiscal se debería usar para absorber, sin endeudamiento, pérdidas de capital del sector privado. La elevación de las tasas de interés internas, a su vez, sería un medio

para detener las fugas de capital. Algunos analistas, sin embargo, insinuaron que la dureza del paquete era un “castigo” como respuesta del FMI a los críticos que señalaban a dicha institución, después del rescate mexicano, como inductora de riesgo moral.

Por un lado, los recursos oficiales obtenidos con el paquete financiero de rescate permitirían atravesar el periodo de reducción de ingresos sin ruptura con los acreedores privados externos (gráfica 3). El monto de 58 300 millones de dólares (el cual provenía del FMI, el Banco Mundial, el Banco de Desarrollo de Asia, los gobiernos de Estados Unidos, Japón y algunos de Europa) equivalía a 13% del PIB y a 43% de las exportaciones de 1997.

Por otro lado, las tasas de interés y la contracción fiscal intensificaron la recesión, aumentando las posibilidades de insolvencia de la economía y el racionamiento del crédito interno (incluso sobre el financiamiento de actividades de exportación). En tanto que los análisis basados exclusivamente en la “insolvencia” consideraban natural el proceso, necesario para la depuración de activos putrefactos en las carteras nacionales, los partidarios de la “iliquidez autorrealizada” argumentaban que la política estaba acentuando la crisis de confianza y las barreras crediticias para la recuperación, dado el contexto específico coreano de relativa laxitud fiscal y fragilidad financiera del sector privado.

El gobierno coreano parece haber seguido esta segunda interpretación y luego de reducir sus tasas de interés, ayudado por la baja influencia cambiaria (*pass through*) sobre la inflación, las tasas de interés de corto plazo cayeron 30% al inicio de 1998, por abajo del 5% de 1999. Además de esto, se absorbieron pérdidas de capital privado, acentuando los elevados déficit públicos. El superávit de 0.3% del PIB en 1996, seguido de un déficit de 1.5% en 1997, subió los parámetros en torno a 4% en 1998-1999 [Hahm y Mishkin, 2000: 17].

Según datos de *JP Morgan*, la deuda pública coreana (directa e indirecta) con respecto al PIB, se elevó al pasar de 17.3 en 1997 a 41% en 1999. En la composición de la deuda, los títulos gubernamentales emitidos para la rees-



tructuración del sector financiero y los empréstitos del Banco de Corea junto a los del FMI fueron los que se destacaron, pues pasaron de 2.8 a 18.3% del PIB en el mismo periodo.

De cualquier manera, el inicio del rescaramiento del paquete de rescate externo permitió la caída de más de la mitad de la deuda cercana a la del FMI a mediados de 1999. Por otro lado, las instituciones financieras nacionales pagaron en dólares los préstamos que obtuvieron del Banco de Corea, dejando el monto de reservas externas oficiales en torno de los 65 000 millones de dólares. Con el anuncio de éxito en la defensa contra la crisis, el gobierno trató de anunciar la intención de aprovechar el crecimiento económico, a partir del año 2000, para reducir sus gastos e iniciar la recomposición de su equilibrio fiscal y financiero.

Después de caer 6.7% en 1998, el PIB coreano creció 10.9 y 8.8%, respectivamente, en 1999 y 2000. La tasa de inversión bruta del PIB subió de 21.2% en 1998 a 28.7% en 2000. Las exportaciones crecieron a un ritmo de 8.6 y 20.1% en 1999 y 2000, respectivamente. El déficit en cuenta corriente en la balanza de pagos de 1.7% del PIB en 1997 fue convertido en superávit de 12.6% en 1998, 6% en 1999 y 2.4% en 2000. Las reservas externas alcanzaron un monto de 92 500 millones de dólares en septiembre de 2000, en tanto que cuando tocaron piso en diciembre de 1997 alcanzaron apenas 20 400 millones de dólares.

Dos factores han sido básicos en la recuperación coreana. Primero, las exportaciones, impulsadas por el buen desempeño de las ventas de productos electrónicos, particularmente de semiconductores. Por su patrón de exportaciones compuestas por productos de alto contenido tecnológico y su dinamismo de mercado por arriba de la media, la economía coreana se ha beneficiado ampliamente del buen comportamiento de la economía internacional. Asimismo, la subida de los precios del petróleo, de cuya importación dicha economía depende, ha sido capaz de nublar el escenario.

El segundo factor clave en la recuperación ha sido la actuación del sector público. Su papel activo en la rees-

tructuración del sector financiero, después del inicio de la crisis, impidió que ésta tuviera secuelas mayores sobre la base productiva, la cual justamente ha permitido la rápida recuperación de las exportaciones y el crecimiento. Los recursos recolectados por el gobierno se utilizaron para reconfigurar el sistema financiero nacional.

Los saldos comerciales y el gasto público proveyeron la liquidez que suavizó la severa contracción del crédito (*credit crunch*) consecuencia de la fuga de capitales y de las quiebras. Antes de que se iniciara la reestructuración patrimonial, la liquidez y el crecimiento del PIB atenuaron los esperados efectos de la crisis en términos de restricción cuantitativa del crédito. En este contexto, se pudo utilizar la estructura productiva y la capacidad competitiva construida en el periodo anterior a la crisis, lo que facilitó la recuperación por la vía de las exportaciones.

El gobierno coreano ha actuado firmemente en lo tocante al saneamiento financiero nacional. Se pueden aplicar, simultáneamente, la limpieza de los balances con algunas reformas políticas institucionales.

El gobierno estableció un tope de 200% para la razón préstamos/capital de los conglomerados. Además, prohibió que los bancos tuviesen una exposición por arriba de 25% de su capital en relación con cada uno de los cinco mayores conglomerados, forzando el rescate de los préstamos vigentes. También se cancelaron algunas válvulas de escape que se encontraron en estos conglomerados a través de los intermediarios financieros no bancarios.

Los bancos están obligados desde 1998 a registrar sus activos conforme a los precios de mercado. Adicionalmente, comenzaron a operar con un sistema de clasificación de créditos más restrictivo, limitándose a rebajar los préstamos declarados insolventes. Asimismo, se introdujo la evaluación de riesgos de crédito y de mercado en el sistema financiero.

Hasta junio de 1999, además de cinco bancos comerciales, fueron liquidados 16 *merchant banks*, cinco *securities companies*, cuatro aseguradoras y dos fondos de inversión, seis bancos fueron fusionados en tres, mientras que otros dos se vendieron a inversionistas extranjeros. Además,



se utilizaron recursos fiscales para la adquisición de préstamos, aplicándose como contrapartida los principios de “división de obligaciones” (*burden sharing*), como la reducción del valor del capital de accionistas y los planes de saneamiento.

Las reformas están lejos de terminar y la superación del legado de fragilidad financiera privada exigirá tiempo. El colapso de Daewoo en 1999 y las turbulencias entre Hyundai y sus acreedores muestran que aún está pendiente la resolución de la crisis, particularmente del lado corporativo y de la intermediación financiera no bancaria.

La posición del riesgo soberano de crédito se volvió a recuperar del *downgrading* de 1997. La distinción entre el grado de desarrollo económico de Corea y de las otras cuatro economías de la crisis asiática, que se ocultó durante la crisis, comienza a retomar su nitidez, al observarse las diferencias en la recuperación y en las reformas.

Las exportaciones y las políticas públicas también han sido factores relevantes para explicar el contexto posterior a la crisis en las demás economías. Las políticas fiscales expansionistas, como reflejo de las políticas de reparación de los sistemas financieros y de atenuación de los impactos sociales de la crisis, se manifestaron en el cambio de superávit fiscales por déficit. En Tailandia, el déficit presupuestario pasó de prácticamente cero en 1997 a 7% del PIB en 2000; en cuanto a la razón de deuda pública/PIB aumentó de 27 a 66% en el periodo. En Indonesia, a su vez, la elevación en este segundo índice fue de menos de 25% en 1996 a más de 90% en 2000.

En estos países ocurrió también, en cierta medida, la limpieza de los balances. Los créditos insolventes fueron retirados de la cartera de los bancos mediante la adquisición de éstos por parte del gobierno o de compradores privados. Además, se obligó a los tomadores y prestadores de recursos a negociar reestructuraciones de deudas. En Tailandia, más de 7 000 millones de dólares fueron inyectados a los bancos hasta fines de 2000. Por otro lado, tanto en términos de saneamiento patrimonial de los intermediarios financieros y de las corporaciones, como de las reformas institucionales, los analistas observaron

grados de menor profundidad en los casos de los cuatro “tigrillos”, así como de menor turbulencia política en Indonesia y Filipinas.

A principios de 2001 los riesgos mayores para la recuperación son la desaceleración del crecimiento estadounidense y la continuidad de la depresión japonesa, dado el papel central que han tenido las exportaciones en dicho proceso, además del contagio a los inversionistas proveniente de las crisis de Turquía y Argentina.

En la región asiática, excluyendo Japón, las exportaciones actualmente aportan 37% del PIB regional. Además, la concentración de la inserción local está en los sectores de tecnología, cuya contracción de la demanda está en el núcleo de la desaceleración estadounidense. En Malasia, por ejemplo, 80% de las exportaciones a Estados Unidos corresponde a productos asociados a las tecnologías de la información. De manera que las cinco economías en crisis comparten tal vulnerabilidad.

La diferencia crucial con relación al contexto anterior a la crisis de 1997-1998 está en los índices de vulnerabilidad financiera destacados en la primera sección de este artículo. Aunque el monto de “recursos putrefactos” sigue siendo elevado en los balances, ha caído sensiblemente desde el inicio de la crisis; la brecha entre activos y pasivos, tanto en lo referente a las monedas como a sus plazos, se ha ido cerrando.

Por tanto, aunque no se puede descartar la posibilidad de nuevas turbulencias en el ritmo de las exportaciones, se presenta un cuadro de menor vulnerabilidad financiera, particularmente en el caso coreano. Eventualmente, una consecuencia puede ser una reducción de las tasas de crecimiento en relación con las tasas históricas, pero es poco probable que se repita la profundidad y el contagio que se vivieron en 1997-1998.

Para finalizar, cabe señalar que a principios de mayo de 2000, tres años después del primer ataque especulativo contra el baht tailandés, China, Japón y Corea del Sur, al igual que las economías del sureste asiático, acordaron establecer multilateralmente una red de *swaps* de monedas



a través del cual todos pudieran eventualmente contar con reservas por arriba de 300 000 millones de dólares en Japón y de 160 000 millones de dólares en China. La “crisis del FMI”, como se denominó en la región a la crisis de 1997-1998, puede no ser resultado del FMI asiático o de otras iniciativas de cooperación regional [Bergsten, 2000].

### Referencias bibliográficas

- Bergsten, F. [2000], “The new asian challenge”, *Institute for International economics, Working Paper* 00-4, marzo.
- Canuto, O. [1993], “Aprendizaje tecnológico en la industrialización tardía”, *Economía y Sociedad*, núm. 2, agosto, pp. 171-189.
- \_\_\_\_\_ [1994a], “Brasil e Coréa do Sul: os (des)-caminhos da industrialização tardia”, Sao Paulo; Nobel.
- \_\_\_\_\_ [1994b], “O padrão de financiamento na industrialização coreana”, *Revista de Economia Política*, vol. 14, núm. 3 (55), julio-septiembre, pp. 5-19.
- \_\_\_\_\_ [2000a], “A crise financeira japonesa”, en Oliveira *et. al.*, “Dissonâncias sino-japonesas diante da crise financeira asiática”, *Colección de documentos, serie Asuntos Internacionales*, núm. 57, IEA-USP, julio, pp. 14-28.
- \_\_\_\_\_ [2000b], “A profilaxia de rede de segurança financeira global”, *Valor Económico*, 18 de julio.
- \_\_\_\_\_ [2001], “Regímenes de política monetaria en economías abiertas”, *Momento Económico*, núm. 114, marzo-abril, pp. 48-63.
- Canuto, O., y Lima, G.T. [1999], “Crises bancárias, redes de segurança financeira e regimes de currency board em economias emergentes”, *Revista Econômica do Nordeste*, vol. 30, núm. especial, diciembre, pp. 48-63.
- \_\_\_\_\_ [2000a], “Regulação bancária no Mercosul”, en R. Baumann (org.), *Mercosul: avanços e limites da integração bancária*, IPEA/CEPAL, (provondouro).
- \_\_\_\_\_ [2000b], “Tendências na regulação bancária”, *Revista Brasileira de Economia* (provindouro).
- Chang, R. [1999], “Understanding recent crises in emerging markets”, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, 2do. trimestre, pp. 6-16.
- \_\_\_\_\_ y A. Velasco [1998a], “Financial fragility and the exchange rate regime”, *NBER Working Paper* 6469, marzo.
- \_\_\_\_\_ y A. Velasco [1998b], “Financial crises in emerging markets”, *NBER Working Paper* 6606, junio.
- \_\_\_\_\_ y A. Velasco [1998c], “The Asian liquidity crisis”, *NBER Working Paper* 6796, noviembre.
- Chowdhry, B. y A. Goyal [2000], “Understanding the financial crisis in Asia”, *Pacific-Basin Finance Journal*, vol. 8, pp. 135-52.
- Corsetti, G., P. Pesenti, y N. Roubini [1998], “What caused the Asian currency and financial crisis? I. A macroeconomic overview”, New York University, <<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>> .
- Demetriadis, P.O. y B.A. Fattouh [1999], “The South Korean financial crisis: competing explanations and policy lessons for financial liberalization”, *International Affairs*, vol. 75, núm. 4, octubre, pp. 779-92.
- Dooley, M. [1997], “A model of crises in emerging markets”, *NBER Working Paper* 6300, diciembre.
- Furman, J. y E. Stiglitz [1998], “Economic crises: evidence and insights from East Asia”, *Brooking Papers on Economic Activity*, núm. 2, pp. 1-114.
- Hahm, J-H. y F.S. Mishkin [2000], “Causes of the Korean financial crisis: lessons for policy”, *NBER Working Paper* 7483, enero.
- Ito, T. [1999], “Capital flows to Asia”, *NBER Working Paper* 7134, mayo.
- Kaminsky, G.; S. Lizondo y C. Reinhart [1998], “Leading indicators of currency crises”, *IMF Staff Papers* 45, pp. 1-48.
- Krugman, P. [1979], “A model of balance of payments crises”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 11, núm. 3, pp. 311-25.
- \_\_\_\_\_ [1998], “What happened to Asia?”, *Working Paper*, MIT, Cambridge, enero <<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>> .



- \_\_\_\_\_ [1999], "Balance sheets, the transfer problem, and financial crises", *Working Paper*, MIT, Cambridge.
- Obstfeld [1994], "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, núm. 43, pp. 189-213.
- Radelet, S. y J. Sachs [1998], "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brooking Papers on Economic Activity*, núm. 1, pp. 1-74.
- Tsuru, K. [2000], "Finance and growth: some theoretical considerations, and a review of the empirical literature", OECD, *Economics Department Working Papers* núm. 228, enero.
- Whitt, J. [1999], "The role of external shocks in the Asian financial crisis", *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, segundo trimestre, pp. 18-31.

