

Ediciones Cooperación al Desarrollo, Agencia Española de Cooperación Internacional

**CRISIS FINANCIERAS EN ECONOMÍAS EMERGENTES:
ENSEÑANZAS DE ASIA ORIENTAL**

(ÍNDICE E INTRODUCCIÓN)

Pablo Bustelo
Clara García
Iliana Olivie

Departamento de Economía Aplicada 1
Universidad Complutense de Madrid
<http://bustelo.homepage.com/papers.html>
Julio de 2000

Servicio de Publicaciones
Agencia Española de Cooperación Internacional
Avda. Reyes Católicos, 4
28040 Madrid

Madrid, 2000

© AECI

© Pablo Bustelo, Clara García e Iliana Olivie.

ÍNDICE

Prólogo (Carlos Berzosa)

Introducción

Parte 1. Las crisis financieras de Asia oriental en 1997-99:
naturaleza y controversias

Capítulo 1. La naturaleza de las crisis asiáticas

- A. Características y desarrollo de las crisis
 - A.1. Características principales de las crisis
 - A.2. El desarrollo de las crisis: una breve cronología
- B. Los antecedentes: la situación en 1990-96
 - B.1. Un entorno macroeconómico aparentemente sólido
 - B.2. Las debilidades de los países asiáticos y las semillas de las crisis
 - B.3. El desencadenamiento de las crisis
- C. Un nuevo tipo de crisis
 - C.1. Las crisis financieras desde finales de los años setenta
 - C.2. La crisis del SME de 1992-93
 - C.3. La crisis mexicana de 1994-95
 - C.4. Una comparación con las crisis asiáticas

Capítulo 2. Las controversias: interpretaciones, remedios e implicaciones

- A. Interpretaciones divergentes
 - A.1. Los desequilibrios endógenos
 - A.2. Los desequilibrios exógenos
 - A.3. Los desequilibrios mixtos
- B. Los remedios de política económica
 - B.1. Los programas del FMI en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur
 - B.2. La heterodoxia de Malasia
 - B.3. Las respuestas de los organismos regionales: ASEAN y APEC
- C. Las implicaciones sobre el análisis de la pauta de desarrollo en Asia oriental
 - C.1. Resultados económicos y heterodoxia
 - C.2. Los inconvenientes de una liberalización rápida

Parte 2. Modelos teóricos de crisis cambiarias
y su aplicabilidad al caso de Asia oriental

Capítulo 3. Los modelos de primera generación

- A. El primer modelo
- B. Otros modelos de primera generación
 - B.1. El modelo de Flood-Garber
 - B.2. El modelo de Connolly-Taylor
 - B.3. El modelo de Dooley
- C. Evaluación de los modelos de primera generación
 - C.1. Evaluación teórica
 - C.2. Evaluación empírica

Capítulo 4. Los modelos de segunda generación

- A. Contribuciones generales de los modelos de segunda generación
- B. Algunos modelos de segunda generación
 - B.1. La deuda pública
 - B.2. La competitividad
 - B.3. El sistema financiero
- C. Evaluación de los modelos de segunda generación
 - C.1. Evaluación teórica
 - C.2. Evaluación empírica

Capítulo 5. Los modelos de contagio

- A. Diferentes tipos de contagio
 - A.1. El "esparcimiento"
 - A.2. El contagio puro
- B. Evaluación de los modelos de contagio

Capítulo 6. La aplicabilidad de los modelos a las crisis asiáticas

- A. Los modelos y las crisis financieras
 - A.1. Los modelos de primera generación
 - A.2. Los modelos de segunda generación
 - A.3. Los modelos de contagio
- B. La utilidad de los modelos teóricos
 - B.1. La capacidad explicativa
 - B.2. La capacidad predictiva

Parte 3. Globalización financiera y crisis en economías emergentes

Capítulo 7. La inserción de las economías emergentes en el proceso de globalización financiera: características y causas

- A. Las dos etapas de globalización económica en perspectiva comparada
- B. La inserción de las economías emergentes en el proceso actual de globalización
 - B.1. Características
 - B.2. Causas

Capítulo 8. La globalización financiera y el creciente riesgo de crisis en economías emergentes

- A. De la globalización de los mercados financieros al incremento de la volatilidad
 - A.1. Asimetría de la información
 - A.2. Productos derivados
 - A.3. Fondos de inversión colectiva
 - A.4. Conclusiones para las crisis asiáticas
- B. De la globalización financiera al deterioro de los balances bancarios
 - B.1. La teoría de la vulnerabilidad financiera
 - B.2. Aplicación a las crisis de Asia oriental
- C. De la globalización de los mercados financieros a las crisis financieras: una explicación combinada
 - C.1. De la globalización financiera a la vulnerabilidad financiera
 - C.2. De la vulnerabilidad financiera a la crisis financiera

Capítulo 9. Medidas de prevención de las crisis

- A. Un nuevo enfoque sobre la liberalización financiera en economías emergentes
 - A.1. Liberalización y fragilidad financieras
 - A.2. Los requisitos de una liberalización financiera adecuada
- B. Los controles de capital
 - B.1. Controles de capital a la entrada: el caso de Chile
 - B.2. Controles de capital a la salida: el caso de Malasia
- C. La construcción de una nueva arquitectura financiera internacional
 - C.1. Medidas adoptadas hasta la fecha
 - C.2. Medidas y propuestas adicionales

Conclusiones

Guía de lecturas recomendadas

Referencias bibliográficas

Introducción

Las crisis financieras que se desataron en Asia oriental en julio de 1997 afectaron, como es bien sabido, a muchas de las previamente dinámicas economías de la región. Los países en los que los efectos de las crisis han sido más pronunciados fueron Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur (un grupo que se ha convenido en llamar Asia-5). Pese a que las crisis han durado unos dos años y a que en la segunda mitad de 1999 y la primera del año 2000 se atisba una franca recuperación (aunque aún no exenta de riesgos), se ha tratado de episodios serios y de enorme alcance, tanto práctico como teórico.

Las crisis provocaron inicialmente fuertes depreciaciones de las monedas de esos países, así como caídas pronunciadas en sus índices bursátiles. Además, en 1998 las tasas de variación del Producto Interior Bruto (PIB), que habían sido positivas y elevadas en años anteriores, se tornaron fuertemente negativas, especialmente en Indonesia (-13,7%), en Tailandia (-10%) y en Malasia (-7,5%). El consiguiente aumento del desempleo y de la pobreza ha deteriorado considerablemente los indicadores sociales de esos países.

Las crisis asiáticas desataron inmediatamente una enorme polémica sobre sus causas. Una primera corriente de opinión achacó a factores externos – el pánico financiero en los mercados internacionales de capital – la responsabilidad de las crisis. Una segunda corriente se centró en aspectos internos, esto es, en deficiencias de algunos parámetros fundamentales (*fundamentals*). También se ha defendido una interpretación mixta de las crisis asiáticas. En este libro apostamos por dicha interpretación mixta, en virtud de la cual el origen de esos episodios debe buscarse en la existencia simultánea de parámetros económicos internos desfavorables y de un contexto financiero internacional desestabilizador. Ambos factores permitieron que un cambio en las expectativas de los agentes privados se convirtiera en una profecía que se autocumple (*self-fulfilling prophecy*). Tanto el estudio empírico contenido en este libro como el análisis teórico tratan de apoyar esta hipótesis.

En primer lugar, este libro aborda, desde un punto de vista empírico, las causas y los mecanismos de las crisis asiáticas. Como ya hemos dicho, éstas se dieron por una combinación de factores endógenos y exógenos. Por una parte, los países de Asia-5 sufrían ciertas deficiencias económicas, que no eran las convencionalmente recogidas como deficiencias previas a las crisis financieras en la literatura especializada. Además, esas deficiencias no eran suficientemente graves como para provocar las crisis por sí mismas, sino que tuvieron que combinarse con el comportamiento especulativo y de rebaño (*herding*) de los mercados internacionales de capital para que se produjeran las crisis.

En segundo lugar, el libro explora los modelos teóricos existentes sobre crisis cambiarias en economías emergentes, con el propósito de comprobar si algunos de esos modelos permiten dar cuenta de la explicación mixta o combinada por la que se aboga en este libro. El resultado es que los denominados modelos de segunda generación proveen de un marco teórico a las interpretaciones en las que tanto las deficiencias económicas como el comportamiento especulativo de los inversores desempeñan un papel en la generación de crisis. No obstante, esos modelos omiten mecanismos explicativos esenciales, sobre todo los relacionados con el vínculo entre globalización y crisis. Algunos modelos de contagio permiten, asimismo, explicar al

menos una parte de la transmisión regional de la crisis (de Tailandia a Corea del Sur, pasando por Filipinas, Malasia e Indonesia).

En tercer lugar, puesto que, a la vista de esa importante omisión de los modelos de segunda generación, resulta necesario comprender la relación entre el funcionamiento del sistema financiero internacional vigente (en concreto, la globalización financiera) y las crisis, el libro se detiene en los vínculos entre ambos fenómenos. La conclusión principal es que el tipo vigente de globalización aumenta la vulnerabilidad financiera de las economías emergentes, esto es, incrementa el riesgo de que sufran una crisis. La relación entre globalización y crisis se establece por conducto de dos vías: una externa o internacional (dado que la globalización financiera provoca un incremento de la asimetría de la información, y éste implica una mayor vulnerabilidad a las crisis); y una interna o local (dado que la globalización financiera incide por diversos mecanismos en un deterioro de la calidad de los balances bancarios de las economías emergentes, lo cual genera, asimismo, un crecimiento de la vulnerabilidad). Por la existencia de esta relación entre globalización y crisis, parece necesario, para prevenir futuras crisis en países o regiones enteras del planeta, abordar la liberalización financiera de las economías nacionales de manera extremadamente cauta, implantar controles de capital que sirvan, por lo menos, para reducir la proporción de los capitales volátiles en las entradas totales de fondos extranjeros, y construir una nueva arquitectura financiera internacional que establezca las finanzas internacionales y contribuya a evitar las crisis recurrentes.

El libro se divide en tres partes. La primera (capítulos 1 y 2) realiza un estudio empírico de las crisis, y expone las controversias con respecto a su interpretación, a los remedios que se han implantado y a las bondades del crecimiento asiático de los decenios precedentes.

El capítulo 1 trata de identificar las deficiencias económicas relevantes en el desencadenamiento de las crisis asiáticas. Se observa lo siguiente: por una parte, una liberalización financiera demasiado rápida provocó un aumento desmesurado de las entradas de capital extranjero (sobre todo a corto plazo y en divisas) y un crecimiento excesivo de los préstamos bancarios (sobre todo a largo plazo y en moneda local). Este *boom* de crédito provocó serias fragilidades financieras tales como la acumulación de deuda externa a corto plazo o el deterioro de los balances bancarios (dado el creciente desajuste de moneda y vencimiento). Asimismo, estos nuevos créditos se emplearon para financiar tanto una burbuja especulativa en los mercados inmobiliario y bursátil como un proceso de sobreinversión productiva que redundó en una cada vez menor eficiencia del capital. Por otra parte, los flujos de capital foráneo contribuyeron a apreciar las monedas, lo que desalentó las exportaciones e hizo aumentar el déficit de la balanza por cuenta corriente. Este capítulo termina con una comparación entre las principales crisis financieras de los años noventa: Europa occidental, México y Asia oriental. La conclusión principal de este capítulo es que las deficiencias de los parámetros fundamentales fueron no convencionales e intermedias (en cuanto a su gravedad). Por una parte, fueron no convencionales en el sentido de que fueron muy distintas de las señaladas como importantes en buena parte de los estudios sobre crisis anteriores, tanto en economías emergentes (la de algunos países de América Latina en los años ochenta y la de México en 1994-95) como en países industrializados (la del Sistema Monetario Europeo en 1992-93). También resultaron ser diferentes a las identificadas como significativas en la literatura econométrica que ha tratado, sobre todo desde la crisis mexicana, de elaborar indicadores para predecir crisis financieras. Por otra parte, fueron intermedias en el sentido de que fueron insuficientes para

provocar, por sí mismas, las crisis. Es decir, en ausencia del particular funcionamiento de los mercados financieros internacionales (por ejemplo, de la existencia de pánicos financieros y efectos rebaño), estos países podrían haber corregido sus deficiencias de forma menos traumática (mediante el denominado *soft landing*).

En el capítulo 2 se exponen diversas controversias surgidas de las crisis asiáticas. En primer lugar, se exponen los distintos grupos de interpretaciones de las crisis, en concreto las que identifican variables endógenas (o deficiencias económicas internas) como causas de las crisis, las que consideran que las causas están más en el funcionamiento del sistema financiero internacional (pánico financiero), y las que consideran que las crisis se explican por una combinación de ambos tipos de factores. Concluimos que, a la vista del estudio empírico realizado, la interpretación combinada o mixta es la más adecuada para explicar las crisis asiáticas. En segundo lugar, el capítulo examina los programas del Fondo Monetario Internacional en Tailandia, Indonesia y Corea del Sur y, a efectos de comparación, describe la reacción del país díscolo de la región, Malasia, que se apartó enseguida de esas recetas, por considerarlas recesivas. Se concluye que, efectivamente, las políticas impuestas por el FMI no fueron, por diversos motivos, las más acertadas. En tercer lugar, se discute si las crisis tuvieron sus orígenes en la pauta anterior de desarrollo en Asia oriental, que tan excelentes resultados había arrojado en los años sesenta, setenta y ochenta, o, por el contrario, si fue el abandono de dicha pauta de desarrollo en los primeros años noventa lo que deterioró ciertos parámetros fundamentales de estas economías. Consideramos que las crisis asiáticas fueron crisis de liberalización y apertura, con lo que fue el abandono de la estrategia de desarrollo (más que su seguimiento) lo que propició la vulnerabilidad a las crisis.

La segunda parte del libro (capítulos 3 a 6) pasa revista a los modelos teóricos sobre crisis cambiarias y evalúa la capacidad explicativa y predictiva de éstos a la luz de las crisis financieras más graves de los últimos decenios, y especialmente de las crisis de Asia oriental.

El capítulo 3 presenta los denominados modelos de primera generación. Muestra el primer modelo, desarrollado por Paul Krugman en 1979, así como algunos otros modelos de primera generación. Finalmente realiza una evaluación teórica y empírica de dichos modelos. Una primera conclusión de este capítulo es que los modelos de primera generación consideran que las crisis se producen, inevitable y predeciblemente, como consecuencia de la incompatibilidad entre unas políticas económicas y otras. Por tanto, el papel que los parámetros fundamentales desempeñan en la generación de crisis financieras consiste en que el deterioro de éstos conduce irremisiblemente a la crisis. En segundo lugar, concluye que los modelos de primera generación no están suficientemente contrastados por los estudios empíricos generales de crisis financieras, pero que ello no implica que no puedan ser explicativos (aunque sea parcialmente) para algunas crisis concretas.

El capítulo 4 trata los denominados modelos de segunda generación, siguiendo la misma estructura que el capítulo 3. Presenta primero las ideas principales de los modelos, contenidas en algunos artículos de Maurice Obstfeld. A continuación, muestra algunos modelos concretos de segunda generación. Y finalmente, evalúa, teórica y empíricamente, los modelos descritos. La primera conclusión que se extrae de este capítulo es que los modelos de segunda generación consideran que las crisis son fenómenos contingentes y, por tanto, no predecibles, que se producen como consecuencia de un cambio de expectativas de los inversores privados. Así, el papel de

los parámetros fundamentales en la generación de crisis queda reducido a que unos parámetros fundamentales no muy saneados situen al país en cuestión en una "zona de crisis", lo que posibilita el autocumplimiento de las expectativas. En segundo lugar, el capítulo concluye que, al igual que los modelos de primera generación, estos modelos no están suficientemente contrastados por los estudios empíricos al respecto, lo cual no significa que no sirvan para explicar (al menos en parte) algunas crisis concretas de los años noventa.

El capítulo 5 aborda los modelos de contagio de crisis financieras. Tras analizar los distintos tipos de contagio que pueden producirse ("efecto monzón", "esparcimiento" y contagio puro), evalúa las ventajas teóricas y la contrastación empírica de estos modelos. El capítulo concluye que, aunque no suele evaluarse, en la literatura econométrica sobre crisis financieras, si el contagio es significativo, éste tiene cierto respaldo empírico.

El capítulo 6 trata de evaluar la capacidad explicativa y predictiva de los modelos analizados a la luz de crisis financieras concretas (las crisis latinoamericanas de los años 80, la crisis del SME de 1992-93, la crisis mexicana de 1994-95 y, sobre todo, las crisis asiáticas de 1997-99). Llega a las siguientes conclusiones. (1) Los principales modelos de primera generación resultan parcialmente explicativos para las crisis latinoamericanas de los años ochenta, pero no sirven para entender las crisis asiáticas y, en consecuencia, no podrían haber servido para predecirlas. (2) Determinados modelos de segunda generación explican bastante bien lo ocurrido en el SME, por una parte, y en México, por la otra. Asimismo encontramos algunos modelos de segunda generación que explican parcialmente las crisis asiáticas, aunque no podrían haberlas predicho (recordemos que las crisis explicables por los modelos de segunda generación son contingentes y no predecibles). (3) Con respecto a los modelos de contagio, concluimos que sólo los modelos de contagio puro (y no tanto los "efectos monzón" o el "esparcimiento") explican la transmisión de la crisis tailandesa al resto de los países afectados. (4) Los modelos teóricos sobre crisis financieras, tomados en conjunto, ayudan a explicar parcialmente las crisis financieras en economías emergentes, pero lo hacen desde una perspectiva exclusivamente interna (mediante la explicación del papel de los parámetros fundamentales en la generación de crisis financieras). Omiten, por tanto, el papel del contexto financiero internacional en el que las economías emergentes están inmersas. Por lo que se refiere a la capacidad predictiva de los modelos, consideramos que las crisis son fenómenos históricos demasiado complejos como para ser predecibles, si bien es verdad que los modelos teóricos pueden contribuir al conocimiento sobre crisis financieras y, por tanto, sobre posibles indicadores del riesgo de sufrir una crisis.

La tercera parte del libro (capítulos 7 a 9) aborda las características de la globalización financiera, la relación entre ésta y el desencadenamiento de crisis financieras como las ocurridas en Asia oriental, y las medidas que pueden adoptarse para "romper" dicha relación.

El capítulo 7 estudia, en primer lugar, el proceso de globalización de forma general. Tratamos de ver la magnitud de dicho proceso en sus facetas más importantes (comercial y financiera fundamentalmente) desde una perspectiva comparada, es decir, en relación con la etapa anterior de globalización económica que se inició a finales del siglo XIX y que duró hasta el estallido de la primera guerra mundial. Este breve estudio nos permite entrever la importancia de la faceta financiera en el proceso actual de globalización, por lo que en la segunda parte de este capítulo

se detallan algo más las características de dicha faceta. Teniendo en cuenta que el objeto de estudio de este libro es el análisis (fundamentalmente causal) de las crisis financieras en economías emergentes, esta segunda parte se centra en la participación de éstas en el proceso de globalización financiera (tanto en sus características como en sus causas). Como conclusión a este estudio, destaca el enorme crecimiento de las entradas de capital volátil en unas pocas economías emergentes (las de América Latina y Asia).

En el capítulo 8 tratamos de dotar de respaldo teórico a la hipótesis que sugiere que la globalización financiera guarda relación con el estallido de crisis financieras en el Tercer Mundo y, en concreto, con las de Asia oriental. La globalización financiera crea un estado de fragilidad en dichas economías mediante dos vías. La primera vía es internacional: la globalización financiera intensifica las imperfecciones de los mercados de capitales (mediante, sobre todo, el empeoramiento de la asimetría de la información) provocando un incremento de la volatilidad en dichos mercados. Este aumento de la volatilidad puede asociarse a un crecimiento de la incertidumbre en los mercados financieros globales. La segunda vía es interna: la globalización financiera condiciona, en buena medida, el comportamiento de los responsables de política económica de las economías emergentes, incidiendo en una liberalización financiera demasiado acelerada. Esto supone la generación de una serie de desequilibrios internos que culmina con el deterioro de los balances del sistema bancario local. Siguiendo la teoría de la vulnerabilidad financiera elaborada por Frederic Mishkin, tanto la aparición de problemas en el sistema bancario como la creciente incertidumbre provocan la entrada de estas economías en lo que algunos modelos de segunda generación denominan una zona de crisis. En esta situación, un cambio de expectativas de los agentes privados provocaría un ataque especulativo que llevaría a una crisis financiera.

El capítulo 9 se centra en tres medidas que, de aplicarse, permitirían a las economías emergentes afrontar con más garantías los peligros de la globalización financiera. En primer lugar, la liberalización financiera en economías emergentes debería ser más cauta, siguiendo un orden y un ritmo, mejorando la transparencia y la regulación del sector financiero y haciéndola coincidir con un sistema más adecuado de supervisión de la red bancaria. En segundo lugar, se defiende la implantación de controles de capital. Estos controles, sin ser una panacea, pueden ser útiles para reducir la proporción de los desestabilizadores flujos externos de capital volátil en el total de las entradas de capital y para evitar algunos de los problemas macroeconómicos asociados a un exceso de tales entradas. En tercer lugar, se señalan los progresos alcanzados en la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional y se expone el debate que se ha abierto sobre unas eventuales medidas adicionales.

Aunque este libro es el resultado de un esfuerzo colectivo, constituye una unidad en sí mismo y descansa en varios trabajos anteriores de los tres autores, los borradores de los capítulos fueron distribuidos de la siguiente manera: Pablo Bustelo redactó los capítulos 1, 2 y 9; Clara García escribió los capítulos 3, 4, 5 y 6; e Iliana Olivie se hizo cargo de los capítulos 7 y 8.

Conviene señalar también que, como resulta evidente, los temas abordados en las páginas siguientes son muy amplios, diversos y, en ocasiones, hartamente complicados. Para tratar todos ellos en un único volumen, hemos tenido que resumir y simplificar

mucho su contenido. Confiamos en que los especialistas sepan disculpar los eventuales errores y omisiones en los que hemos seguramente incurrido.

Para facilitar la tarea de los lectores interesados en desarrollar aspectos parciales del libro, hemos incluido (al final del libro, antes de la bibliografía) una guía de lecturas recomendadas que incluye las referencias que, sobre cada tema, nos parecen más importantes. El libro se cierra con una amplia bibliografía, que creemos contiene las referencias esenciales, en forma de libros, artículos de revista, documentos de trabajo y otros textos y que esperamos pueda ser útil para las personas interesadas en las crisis financieras y en la globalización económica, tanto en su vertiente empírica como en su enfoque teórico.

Nos complace muy especialmente que el profesor Carlos Berzosa, Catedrático de Economía Aplicada en la Universidad Complutense y Director de su Departamento de Economía Aplicada I (Economía Internacional y Desarrollo), en el que hemos desarrollado hasta la fecha nuestras labores docentes e investigadoras, haya aceptado prologar este libro. Desde hace varios años, Carlos Berzosa nos ha alentado y apoyado en nuestras investigaciones. Le consideramos maestro y, sobre todo, compañero y amigo.

No podemos terminar esta introducción sin expresar nuestro agradecimiento a la Agencia Española de Cooperación Internacional (AECI) y, en particular, a su Servicio de Publicaciones, por la amabilidad que han tenido al considerar valiosa nuestra propuesta de libro y al publicarlo de manera tan cuidadosa.

Madrid, mayo de 2000