

Crisis financieras en Asia oriental

Pablo Bustelo, Clara García e Iliana Olivie

Grupo de Estudios Económicos de Asia Oriental (GEEAO)

Departamento de Economía Aplicada 1

Universidad Complutense de Madrid

URL: <http://bustelo.homepage.com/papers.html>

Este artículo resume las principales ideas y conclusiones de los autores en *Crisis financieras en economías emergentes: enseñanzas de Asia oriental*, Agencia Española de Cooperación Internacional, Madrid, 2000.

Los motivos que nos empujaron a estudiar de cerca las crisis financieras que estallaron en Asia oriental en 1997 fueron, por una parte, la gravedad de dichas crisis y la importancia de sus consecuencias tanto en los países en las que se originaron como a escala internacional y, por otra parte, el hecho de que esas crisis se produjeran en unas economías que se caracterizaban por haber sido altamente dinámicas y, al menos en apariencia, relativamente sólidas en los años previos al estallido de las crisis.

Los países en los que los efectos de las crisis se manifestaron con más intensidad fueron, como es bien sabido, Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur (un grupo que se ha convenido en llamar Asia-5). Con todo, las crisis no han durado más de unos dos años y en la segunda mitad de 1999 y la primera del año 2000 se atisbaba ya una franca recuperación (aunque aún no exenta de riesgos) que ha continuado en el segundo semestre del año. Pero la magnitud de su impacto se pone de manifiesto en los datos siguientes: 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, como el pánico financiero en los mercados internacionales de capital, la responsabilidad de las crisis. Una segunda corriente se centró, en cambio, en aspectos internos, esto es, en las deficiencias de algunos parámetros fundamentales (*fundamentals*). Pero también se ha defendido una interpretación mixta de las crisis asiáticas – y en el 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. Según esa última corriente de opinión, ambos tipos de factores permitieron que un cambio en las expectativas de los agentes privados se convirtiera en una profecía que se autocumple.

Si se comparan las crisis asiáticas con otras crisis de importancia similar ocurridas en el decenio de los 90 se perciben las distintas facetas en las que las crisis asiáticas han desatado algún tipo de polémica o controversia. Éstas son básicamente tres. En primer lugar, ha existido cierta polémica en lo que respecta a la interpretación sobre cuáles fueron las causas de dichas crisis, como acabamos de señalar. En segundo término, surgió un debate paralelo en torno a la bondad de las pautas de desarrollo asiáticas que, a juicio de algunos analistas, quedaban en entredicho con el estallido de las crisis. En tercer y último lugar, también se han discutido – principalmente en los ambientes académicos, aunque no sólo en ellos – si las condiciones incluidas por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en los planes de rescate en Tailandia, Indonesia

y Corea del Sur fueron las más adecuadas, dada la naturaleza de las economías que recibieron la asistencia. Asimismo, es interesante evaluar la validez teórica y la aplicación de la literatura sobre crisis cambiarias a lo sucedido en los países asiáticos en 1997. Se trata de hallar un vínculo teórico causal entre la globalización financiera y el estallido de crisis financieras en general y de las asiáticas en particular.

Análisis empírico y controversias

Al tratar de identificar las deficiencias económicas relevantes en el desencadenamiento de las crisis asiáticas se observa, por una parte, una liberalización financiera demasiado rápida (en sus vertientes de apertura y de desregulación) que 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). Ese *boom* de crédito provocó serias fragilidades financieras tales como la acumulación de deuda externa a corto plazo (que llegó a superar con creces las reservas en divisas) o el deterioro de los balances bancarios (dado el creciente desajuste de moneda y vencimiento). Asimismo, esos 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. Además, 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.

El análisis de lo anterior concluye que las deficiencias de los parámetros fundamentales fueron intermedias (en cuanto a su gravedad) y no convencionales, a nuestro juicio, porque no pudieron desencadenar por ellas solas las crisis. Es decir, éstas podrían haberse evitado si se hubiera realizado,

en su momento, un ajuste y si no hubieran mediado los particulares mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros internacionales (como el pánico financiero o el efecto rebaño).

Por otra parte, a raíz de la comparación realizada entre las distintas crisis del decenio de los noventa, consideramos igualmente que las deficiencias de los parámetros fundamentales fueron no convencionales porque la literatura especializada no las ha señalado como relevantes en el panorama económico previo a una crisis financiera. Bien es cierto que dichas crisis han presentado similitudes esenciales. Todas se vieron precedidas por un régimen de unos tipos de cambio fijos o semi-fijos, una liberalización financiera acusada, una entrada masiva de capital extranjero, una apreciación de las monedas en términos reales, un deterioro del saldo corriente y la presencia de comportamientos especulativos en los mercados financieros internacionales. Sin embargo, de la comparación entre las distintas crisis de los años noventa se extrae que cada país (o región) presentaba una serie de rasgos distintivos.

En efecto, la crisis del mecanismo de cambios del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992-93 estuvo asociada a políticas monetarias restrictivas en un contexto de deflación internacional, lo que no ocurrió en el caso de Asia oriental. Del mismo modo, la crisis mexicana de 1994-95 estuvo precedida por un proceso de sobreconsumo, mientras que las asiáticas lo estuvieron por un proceso de sobreinversión. Una implicación evidente de la existencia de diferencias en el comportamiento de las variables económicas antes de las crisis es que el panorama económico previo a una crisis financiera nunca es igual al que precede a crisis anteriores. Por ello, los estudios dedicados a la elaboración de indicadores para predecir crisis no han arrojado resultados demasiado útiles. Es más, los parámetros que en el libro identificamos como relevantes en las últimas crisis financieras (por ejemplo, el volumen y la estructura del capital entrante o la capacidad de la economía receptora para rentabilizar el capital que obtiene del extranjero) ni siquiera han sido habitualmente evaluados para la

elaboración de los indicadores de predicción de crisis. En cualquier caso, no cabe descartar la posibilidad de que las crisis sean simplemente impredecibles (como veremos en el siguiente epígrafe). Al fin y al cabo, quizás las crisis son fenómenos históricos demasiado complejos como para identificar todos los factores que las provocan.

La primera polémica desatada acerca de las crisis asiáticas gira en torno a cuáles fueron sus causas determinantes. Existen tres grupos de interpretaciones sobre esas causas. El primero de ellos es el que identifica las variables endógenas (o deficiencias económicas internas) como la causa; el segundo considera que ésta se encuentra en el funcionamiento del sistema financiero internacional (pánico financiero); y el tercero y último sostiene que las crisis se explican por una combinación de ambos tipos de factores. A la vista del estudio empírico realizado, creemos que la interpretación combinada o mixta (el tercer grupo) es la más adecuada para explicar las crisis asiáticas. Así, puede decirse que las causas de esas crisis financieras se encuentran tanto en la existencia de unos parámetros fundamentales intermedios como en el carácter desestabilizador del entorno financiero internacional.

Las crisis asiáticas también dieron lugar a un debate sobre la bondad del modelo de desarrollo de Asia oriental. En definitiva, se empezó a discutir, en medios académicos, si había sido dicho modelo – que tan excelentes resultados había arrojado en los años sesenta, setenta y ochenta – o si había sido, por el contrario, el abandono de dicha pauta de desarrollo – en los primeros años noventa – lo que deterioró ciertos parámetros fundamentales de estas economías en los años previos al estallido de las crisis. Sobre este asunto, consideramos que las crisis asiáticas fueron crisis de liberalización y apertura, con lo que en realidad fue el abandono de la estrategia previa de desarrollo (más que su seguimiento) lo que propició la vulnerabilidad a las crisis. En otras palabras, de no haber renunciado a las pautas de desarrollo de los años setenta y ochenta, basadas tanto en una fuerte intervención del Estado en lo que atañe

al control del sistema financiero y empresarial como en una inserción selectiva (comercial y financiera) en la economía mundial, se habrían podido evitar las crisis.

Modelos teóricos de crisis cambiarias

Los modelos teóricos de crisis cambiarias pueden ser clasificados en tres grupos: los modelos de primera generación, los de segunda generación y los modelos de contagio.

Los modelos de primera generación nacieron a partir del modelo canónico desarrollado por Paul Krugman en 1979 y 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 a la crisis.

Por el contrario, 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, en esta segunda clase de modelos, el papel de los parámetros fundamentales en la generación de crisis queda reducido a que unos parámetros fundamentales no muy saneados (o intermedios) sitúan al país en cuestión en una “zona de crisis”, lo que posibilita el autocumplimiento de las expectativas.

Por último, los modelos teóricos sobre contagio tratan de explicar el fenómeno del contagio de crisis financieras de un país a otro (o de una región a otra) y dividen el contagio en tres categorías: “efecto monzón”, “esparcimiento” y contagio puro.

A la luz de las conclusiones extraídas, podemos afirmar que los modelos de primera generación no resultan de utilidad para entender las crisis asiáticas

ya que consideran que el deterioro de ciertos parámetros fundamentales conlleva el estallido de las crisis financieras. Por el contrario, los modelos de segunda generación proveen de un marco teórico en el que puede inscribirse la interpretación combinada por la que abogamos en nuestro trabajo: según esos modelos unos parámetros fundamentales de tipo intermedio son necesarios pero no suficientes para provocar las crisis financieras. Es necesario que además se dé un pánico financiero para que las crisis se desencadenen. Así, los modelos de segunda generación sugieren que las crisis pueden producirse incluso cuando las deficiencias en los indicadores no son tan serias como para provocar por sí mismas un derrumbamiento económico: basta con que esos indicadores sean intermedios para que las expectativas puedan cumplirse a sí mismas. Ese autocumplimiento de las expectativas puede producirse con independencia de cuál sea la naturaleza de los problemas económicos a los que un país se enfrenta.

Evaluando si los modelos teóricos de crisis de tipo de cambio son capaces de explicar los derrumbamientos financieros más importantes ocurridas en los últimos decenios (las crisis latinoamericanas de los años ochenta, la crisis del SME de 1992-93 y la crisis mexicana de 1994-95) y preguntándonos si existen modelos concretos de segunda generación que puedan describir todo lo ocurrido en Asia en 1997-99, llegamos a las tres conclusiones. En primer lugar, los principales modelos de primera generación resultan parcialmente explicativos para las crisis latinoamericanas de los años ochenta. En segundo lugar, determinados modelos de segunda generación explican bastante bien lo ocurrido en el SME, por una parte, y en México, por otra. Asimismo existen algunos modelos de segunda generación (como el de Chang y Velasco o el de Calvo y Mendoza) 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). En tercer y último lugar y 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 asiáticos afectados.

Así, puede decirse que los modelos teóricos sobre crisis financieras, tomados en conjunto, ayudan a explicar parcialmente las crisis financieras en economías emergentes. Sin embargo, y a pesar de que los modelos de segunda generación proveen de un marco teórico sugerente, no ofrecen una visión completa de la realidad de las crisis, particularmente en el caso de Asia oriental pero tampoco en el de episodios precedentes. Efectivamente, esos modelos apuntan el papel que el sistema financiero internacional vigente desempeña en la generación de crisis financieras, pero no lo hacen suficientemente. El mero hecho de considerar las expectativas de los inversores privados indica que efectivamente determinadas “reglas del juego financiero” son necesarias para que los modelos de segunda generación sean explicativos. No obstante, esos modelos no dicen cuáles son esas “reglas del juego”. Además, dos de los modelos descritos resaltan variables, como la entrada masiva de capitales o la liberalización financiera interna, que están relacionadas con los mercados financieros internacionales, pero no explican en virtud de qué existe tal relación. Uno de estos modelos, el de Chang y Velasco, hace referencia explícita a la existencia de determinados comportamientos en el mercado financiero internacional que colaboran a la hora de causar una crisis (más concretamente al pánico financiero), pero no explica los orígenes de dichos mecanismos.

Concluimos, pues, que los modelos de segunda generación no explican suficientemente el papel que desempeña el funcionamiento del sistema financiero internacional en el origen de las crisis financieras, aunque suministren un marco teórico en el que dicho papel puede inscribirse.

A la vista de la 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, así como los vínculos entre ambos fenómenos para definir las medidas que pueden adoptarse y romper dicha relación.

Globalización y crisis financieras

Por lo que respecta a las características del proceso de globalización económica, 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 detallamos algo más las características de esta faceta. Teniendo en cuenta que el la finalidad de nuestro libro es el análisis (fundamentalmente causal) de las crisis financieras en economías emergentes, estos detalles se refieren, sobre todo, a la participación de esas economías en el proceso de globalización financiera (tanto a sus características como a sus causas). Como conclusión, destaca el enorme crecimiento de las entradas de capital volátil en unas pocas economías emergentes (las de América Latina y Asia) durante los años noventa.

El estudio de la relación entre globalización financiera y crisis en países poco desarrollados sugiere que aquélla crea un estado de fragilidad en dichos países mediante dos vías. La primera es internacional: la globalización financiera intensifica las imperfecciones propias de los mercados internacionales de capital y, en particular, la falta de transparencia (mediante, sobre todo, el empeoramiento de la asimetría de la información) y provoca, de este modo, un incremento de la volatilidad, y, por tanto, de la incertidumbre, en dichos mercados. 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, generalmente, da lugar a la entrada masiva de capital extranjero que, además, suele estar denominado en divisas y se caracteriza por su alta volatilidad (préstamos bancarios a corto plazo e inversiones en cartera) lo cual genera una serie de desequilibrios internos que culmina con el deterioro de los balances del sistema bancario local.

Siguiendo la teoría de la vulnerabilidad financiera de Mishkin, tanto la aparición de problemas en el sistema bancario como la creciente incertidumbre provocan un aumento de la vulnerabilidad financiera de dichas economías, o, lo que es lo mismo, 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 análisis de los vínculos entre el proceso de globalización económica y el estallido de crisis financieras nos sirve de base para estudiar qué medidas de política económica pueden “romper” el vínculo entre ambos fenómenos. Del análisis anterior se despejan las siguientes conclusiones.

En primer lugar, los gobiernos tienen la responsabilidad de salir de la zona de crisis para evitar el autocumplimiento de las expectativas de los agentes privados. En segundo lugar, los gobiernos deberían ser más prudentes con los procesos de liberalización financiera. No deberían permitir que unas necesidades nacionales mal entendidas y/o la globalización conduzcan a una liberalización acelerada e indiscriminada. Por el contrario, deberían respetar un ritmo y un orden determinado de liberalización, promover la transparencia y regulación del sector financiero e implantar paralelamente un sistema de supervisión de la red bancaria. Así se podrían evitar las vulnerabilidades nacionales que surgirían de otro modo. En tercer lugar, los gobiernos deben evitar la otra vía mediante la cual la globalización afecta a la vulnerabilidad nacional: la entrada masiva de capitales volátiles. Deberían, pues, imponer controles de capital (a la entrada, como en Chile en 1991-98, o a la salida, como

en Malasia en 1998-99) que, 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.

Las enseñanzas segunda y tercera (liberalización cautelosa y controles de capital) pueden entenderse como un caso particular de la primera. Esto es, al preocuparse por el ritmo y el orden de la liberalización financiera y por la cantidad y la naturaleza de las entradas de capital, los gobiernos pueden evitar que se registren parámetros fundamentales deficientes y, por tanto, que el país entre en una zona de crisis. En cuarto y último lugar, se debería diseñar y poner en marcha una nueva arquitectura financiera internacional para contrarrestar los efectos negativos de la globalización. Podría considerarse que, una vez que los gobiernos han logrado que las economías salgan de las zonas de crisis, ya no habría necesidad de paliar los efectos nocivos de la volatilidad de los mercados internacionales. No obstante, cabe preguntarse hasta qué punto los gobiernos tienen capacidad para identificar con precisión cuál es su zona de crisis y, en su caso, para salir de ella, una vez que sus economías se encuentran inmersas en un contexto financiero internacional volátil. Por tanto, son imprescindibles el diseño y la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional.

Conclusiones

En suma, creemos que desde el punto de vista empírico y teórico es la llamada interpretación “mixta” la que mejor explica las causas del estallido de las crisis financieras de Asia oriental en 1997 y, probablemente también, la que mejor explica las causas de la mayoría de las crisis financieras ocurridas, tanto en países industrializados como en economías emergentes, en los últimos diez años. Según esta interpretación, sería la combinación de unas deficiencias económicas internas – provocadas en mayor o menor medida por el proceso de

globalización financiera – y de determinados mecanismos de funcionamiento de los mercados financieros globales – tales como el efecto rebaño o el pánico financiero – que facilitan el desencadenamiento de ataques especulativos, la que dio lugar al estallido de las crisis asiáticas. Asimismo creemos que esta misma combinación de factores puede dar lugar a nuevas crisis en el futuro.

Es precisamente por la posibilidad de que estallen nuevas crisis por lo que cobra especial importancia que se adopten una serie de medidas que permitan afrontar con más garantías los peligros de la globalización. Como hemos visto, dichas medidas están diseñadas para ser adoptadas por los gobiernos, de forma individual o conjunta. Con respecto a la colaboración supragubernamental (esto es, a la construcción de una nueva arquitectura financiera internacional), aunque se han registrado, hasta la fecha, algunos progresos, éstos han sido insuficientes.

Somos conscientes de la enorme dificultad que comporta adoptar medidas adicionales, pero la comunidad internacional no debería caer, por ello, en el inmovilismo. A fin de cuentas, muchos proyectos económicos a escala internacional, que antes parecían impensables (como, sin ir más lejos, la integración europea), han salido adelante gracias a una firme voluntad política.