

Pánico financiero y deficiencias estructurales en las crisis de Asia oriental

Clara García Fernández-Muro e Iliana Olivé Aldasoro

Becaria y colaboradora, respectivamente, del Departamento de Economía Aplicada I
de la Universidad Complutense de Madrid

Artículo publicado en el *Boletín Económico de Información Comercial Española*, Febrero de 1999.

La crisis financiera que comenzó en Tailandia en julio de 1997 se propagó por numerosos países dentro y fuera de la región. En este artículo nos centramos en la gestación de la crisis en los cinco países más afectados hasta el momento: Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur. Para ello comenzamos analizando brevemente las dos principales hipótesis que se han desarrollado sobre las causas de la crisis, que son la hipótesis de las deficiencias estructurales (o “fundamentals”) y la hipótesis del pánico financiero. A continuación, y teniendo en cuenta las variables en las que se sustentan estas dos hipótesis, estudiamos las características económicas de estos cinco países antes de la crisis. Finalmente, intentamos realizar una evaluación de la validez y compatibilidad de ambas interpretaciones.

PALABRAS CLAVE: Crisis asiática; desequilibrios macroeconómicos; pánico financiero; sudeste asiático; Corea del Sur

INTRODUCCIÓN

La crisis financiera asiática de 1997 ha resultado ser un fenómeno de gran alcance empírico y teórico. En lo empírico, resulta que no sólo ha alcanzado a numerosos países de Asia (en este artículo nos centramos en los que han sido más directamente afectados: Tailandia, Indonesia, Malasia, Filipinas y Corea del Sur), sino que ha dañado las economías de países tan dispares como Brasil y Rusia, y ha provocado importantes inestabilidades en las bolsas de países desarrollados como EE.UU. En lo teórico, esta crisis ha traído consigo importantes debates en torno a la sostenibilidad de la pauta (o pautas) de crecimiento asiático, a los modelos sobre crisis financieras en el Tercer Mundo y al libre movimiento de capitales.

En este documento no vamos a detenernos en describir cómo la crisis se ha ido propagando por los distintos países hasta alcanzar a las economías de los países desarrollados, sino que vamos a tratar de examinar cuáles han podido ser las causas de su estallido, desde un punto de vista interpretativo. Para ello, resumimos las dos principales hipótesis al respecto (la de las deficiencias estructurales y la del pánico financiero), y analizamos la situación económica de los países afectados en los años previos a la crisis, incidiendo en las variables económicas en que se sustentan las dos interpretaciones para, por último, evaluar su validez.

1. PRINCIPALES INTERPRETACIONES DE LA CRISIS

Entre las explicaciones que se han dado a la crisis financiera asiática, destacan dos, que se caracterizan básicamente por que una de ellas (la hipótesis de las deficiencias estructurales o “fundamentals”) considera que determinadas deficiencias internas -algunas derivadas directamente de errores de política económica- provocaron la crisis, mientras que la otra (la hipótesis del pánico financiero) considera que la crisis se desarrolló mediante un mecanismo que es sólo posible en un contexto de libre movilidad de capitales a corto plazo.

Precisando algo más: la hipótesis de las deficiencias estructurales (Corsetti *et al.*, 1998; Krugman, 1998) sostiene que estos países sufrían determinados problemas comerciales y financieros que causaron la crisis. De forma muy resumida éstos eran, en primer lugar, posiciones comerciales en deterioro derivadas en parte de una estrategia de ancla con el dólar; y en segundo lugar, sobreinversión en proyectos de baja rentabilidad, financiada con los capitales que entraban en estos países a corto plazo y denominados en moneda extranjera, y facilitada por la escasa regulación y supervisión bancarias y por las garantías institucionales a los intermediarios financieros del país. Es de destacar el papel que estas garantías institucionales jugaron en la generación del denominado *riesgo moral*, que conllevó el sobreendeudamiento del sistema bancario, la despreocupación de los bancos por el destino de los créditos que concedían, y en último término, la aparición de una burbuja especulativa. En síntesis, las crisis financieras, siguiendo

esta interpretación, se explicarían por la sobreinversión en proyectos poco rentables como consecuencia de las garantías institucionales; y en el momento en que la escasa rentabilidad de dichos proyectos de inversión se hace patente, se retiran las garantías y se desencadena la crisis.

La hipótesis del pánico financiero considera que las deficiencias estructurales descritas por la hipótesis anterior no fueron las causantes de la crisis. Radelet y Sachs (1998a y b) consideran que el cuadro económico de estos países no era tan negativo como para que no se pudiera mantener el servicio de la deuda. Es decir, que estos países no eran insolventes, sino que tenían problemas de liquidez (medido por el ratio deuda a corto plazo sobre reservas): “el elemento definitorio de estas crisis ha sido la vulnerabilidad al pánico, medido por altos niveles de deuda a corto plazo sobre reservas” (Radelet y Sachs, 1998b, pág. 27). Así los inversores retiraron su crédito ante la observación de que las deudas a corto plazo excedían los activos a corto, de que ningún prestamista podía individualmente suministrar tanto dinero como para que el prestatario devolviera su deuda a corto plazo, y de que no había prestamista de último recurso. Cada inversor, al ver que los demás no renuevan su crédito, quiere ser el primero en retirar el suyo, con lo que se desencadena la retirada masiva de fondos y la crisis financiera.

Analizando las características económicas de los cinco países que tratamos, intentaremos evaluar la validez de esas dos principales hipótesis. Dicha evaluación tiene el interés de que permitiría sacar algunas conclusiones al respecto de la sostenibilidad de los modelos de desarrollo asiáticos y de los pros y contras de la libre movilidad de capitales para economías emergentes.

2. LOS PAÍSES DEL SUDESTE ASIÁTICO

A. LOS AÑOS 80 Y LA INVERSIÓN JAPONESA

Los países del sudeste asiático comenzaron su rápido crecimiento económico a mediados de los años 80. La recepción masiva de capital japonés en forma de inversión extranjera directa (IED) fue un factor crucial para tal crecimiento y además permitió la limitación de los ajustes propuestos por el FMI. Entre 1985 y 1990, la IED japonesa en el sudeste asiático ascendió a 15.000 millones de dólares. Además la inversión japonesa propició la recepción de IED de otros países, como Taiwan, Corea del Sur y Hong Kong.

El flujo masivo de IED japonesa hacia el sudeste asiático tuvo su origen en el acuerdo de 1985 del Hotel Plaza entre Japón y EE.UU., por el que Japón tenía que permitir la apreciación del yen respecto al dólar. La consecuente pérdida de competitividad para Japón le condujo a deslocalizar las fases más intensivas en trabajo de su producción en sus países vecinos (con la excepción de Filipinas, que atravesaba momentos de gran inestabilidad

política tras la era Marcos).

A la vista de las tasas de crecimiento de los países del sudeste asiático desde aquellas fechas (casi el 6,5% de media para Tailandia, Indonesia y Malasia entre 1983 y 1989) huelga decir que la IED fue productiva para estos países. Y no sólo lo fue por la cantidad de inversión recibida, sino porque ésta fue trasladándose hacia producciones de cada vez mayor valor añadido, con lo que se favoreció el comienzo del cambio estructural, la generación de clases medias, el incremento de la competitividad exportadora, etc. Sin embargo, se generó una fuerte dependencia del capital y la tecnología de los conglomerados japoneses. En los años 90 el crecimiento de los flujos de IED japonesa se ralentizó. En cambio, aumentaron los flujos de IED provenientes de otros países (Corea, Taiwan...) y otros flujos de capital más volátiles.

B. LOS AÑOS 90: RECEPCIÓN DE NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS

Aunque el ritmo de crecimiento de la IED japonesa fuera menor, el flujo total de capitales extranjeros siguió creciendo. La proporción de deuda (sobre todo deuda a corto plazo) y de inversión en cartera sobre el total creció más rápido que la de IED. En Tailandia, los flujos netos de capital alcanzaron un 10% del PIB en la primera mitad de los 90, ascendiendo a 13,4% en 1995. En Malasia, alcanzaron un 9% del PIB en 1990-1995 y más de un 15% en 1992 y 1993 (la particularidad de Malasia es que una buena parte de estos flujos siguieron siendo en forma de IED). En Indonesia, el porcentaje de capital recibido sobre el PIB fue notablemente menor, siendo del 4,2% entre 1989 y 1995 (FMI, 1997).

Son diversas las causas de que estos países recibieran tales cantidades de inversión extranjera. Por una parte se dieron unas características de los mercados financieros internacionales que favorecieron la inversión en los mercados emergentes. Y por otra parte se dieron unas características en los mercados asiáticos que permitieron la recepción de buena parte de los flujos procedentes de los países industriales.

En cuanto a las características de los mercados internacionales, a principios de los 90 los tipos de interés en EE.UU. y Japón eran relativamente bajos, lo que propició la salida de capitales de estos países en busca de mejores condiciones en otros mercados. Los países del sudeste asiático mantenían altos tipos de interés con la intención de atraer capital extranjero, con lo que se hicieron con buena parte de los flujos de capital que buscaban una mayor rentabilidad. El proceso de globalización de los mercados financieros, así como los nuevos fondos de inversión y otros mecanismos de inversión que se iban desarrollando también facilitaron estos movimientos de capital hacia los mercados emergentes.

Con respecto a las características internas de los países del sudeste asiático, uno de los factores de atracción

de los capitales extranjeros fue el alto crecimiento económico de estos países, que además estaba ligado a bajos niveles de inflación, pequeños déficit públicos y altos niveles de ahorro e inversión, todo lo cual parecía garantizar la estabilidad de los tipos de cambio.

Además, los gobiernos de estos países llevaron a cabo una triple estrategia para atraer capitales extranjeros consistente en mantener altos tipos de interés, liberalizar sus mercados financieros y anclar sus monedas al dólar. Sobre los tipos de interés ya hemos comentado que pudieron atraer capitales dado el bajo nivel relativo de los tipos en los países industriales. La contrapartida de mantener altos tipos de interés fue que se mermaba la capacidad de financiación de las empresas nacionales, y entre ellas las de exportación.

En cuanto a la liberalización financiera, fomentada por el FMI y los gobiernos, bancos y empresas occidentales, se observa que se eliminaron algunas barreras a los flujos de capital. La liberalización financiera, al no ir acompañada de mejoras en la supervisión bancaria, trajo consigo un mayor grado de fragilidad y vulnerabilidad del sistema financiero de estos países.

La tercera vía para atraer capitales consistía en mantener sus monedas ancladas al dólar, de forma que las inversiones extranjeras no sufrieran el riesgo de una devaluación. Al igual que los altos tipos de interés y la liberalización financiera, la estrategia de ancla tuvo su contrapartida: Las monedas de estos países se apreciaron en un 26,5% entre 1990 y 1996. El baht y la rupia se apreciaron en un 20%, y el ringgit en un 22%. El caso más extremo es el de Filipinas, cuya moneda se apreció en un 44% en el mismo período. No obstante, cabe señalar que, por ejemplo, Argentina vio cómo su moneda se apreció en un 56%, y Brasil en un 67%.

Las razones de la apreciación pudieron ser la llegada masiva de capital extranjero o los diferenciales de inflación con respecto a los socios comerciales. Pero las apreciaciones se hicieron más acusadas a raíz de la devaluación del yen con respecto al dólar desde principios de 1995. El problema que la apreciación del dólar traía consigo para los países del sudeste asiático era la pérdida de competitividad en mercados como Japón y Europa. Esto hace pensar que el ancla debió establecerse con una cesta de monedas de los principales socios comerciales del país, en la que el dólar no tuviera tanto peso relativo.

C. LA VULNERABILIDAD DEL SISTEMA FINANCIERO

En Tailandia y Filipinas los nuevos capitales recibidos fueron fundamentalmente préstamos. En Tailandia que es el caso más extremo, los préstamos extranjeros a los bancos y empresas privadas ascendían a un 7,5% del PIB en el período 1990-1995, mientras que la inversión en cartera suponía un 1,5%, y la IED otro 1,5%. En cambio en Indonesia el flujo de deuda extranjera (en porcentaje del PIB) decreció entre 1985 y 1996 y en Malasia la IED

recibida suponía un 6,9% del PIB, muy por encima del 4,2% que suponían los préstamos.

El porcentaje de préstamos a corto plazo (a un año o menos) sobre el total era bastante elevado. Como se puede extraer del cuadro 1, desde 1995 a mediados de 1997 la deuda a corto plazo suponía casi un 58,5% de la deuda total. Sirva como punto de comparación el que México a finales de 1994 tenía un 51,3% de deuda a corto plazo. El país con menor nivel de deuda a corto plazo era Malasia (52,2%), y el de mayor nivel era Tailandia (66,7%), un poco por detrás de Corea.

Gracias a la recepción de estos fondos extranjeros, y al hecho de que buena parte de los prestatarios fueran bancos nacionales (cuadro 1), se expandió el crédito interno. Los créditos del sector financiero al sector empresarial privado saltaron de un 100% del PIB en 1990 a alrededor de un 140% en 1996 en Malasia y Tailandia (también en Corea del Sur). En Filipinas, la cantidad de crédito interno era notablemente menor (un 49% del PIB en 1996), pero su crecimiento fue de alrededor del 40% anual desde 1993. Sólo en Indonesia el crecimiento del crédito fue relativamente moderado, y esto se debe a que la proporción de préstamos al sector bancario en comparación con la del sector privado no bancario era mucho menor que en el resto de los países, con lo que los bancos no jugaban el papel de intermediario que jugaron en los demás países.

Ahora debemos intentar comprender por qué la recepción de préstamos y la expansión del crédito interno pudieron ser elementos desestabilizadores de un sistema financiero. En primer lugar, nos encontramos con que la liberalización del sistema financiero y la expansión de los servicios bancarios no vinieron acompañados de la regulación y la supervisión necesarias. Se liberalizó un sistema financiero acostumbrado a que los gobiernos coordinaran las actuaciones de la banca sin establecerse las normas de conducta que permiten funcionar sin demasiados riesgos a los sistemas financieros abiertos.

La falta de supervisión y regulación bancarias permitió dos hechos que mermaron la solidez de los sistemas financieros de los que hablamos. Por un lado, los bancos se endeudaron en moneda extranjera (sobre todo en dólares) mientras prestaban en moneda nacional. Esto conlleva el riesgo de que si la moneda nacional se devalúa (si se abandona el ancla), a los bancos les resulta más difícil devolver los fondos extranjeros en dólares apreciados, y más aún porque siguen recuperando su crédito en moneda nacional. Por otro lado, los bancos se endeudaron a corto plazo, mientras estaban prestando a medio y largo plazo. Esto aumenta la probabilidad de que se genere pánico financiero, dado el riesgo de falta de liquidez que conllevan este tipo de operaciones.

Un problema añadido a todo lo anterior es que parte de los créditos que se daban al sector privado pasaron a financiar inversiones cada vez menos productivas. Se produjeron adquisiciones de carácter especulativo en activos de oferta inelástica, sobre todo en propiedades inmobiliarias y acciones. Como ejemplo nos sirve el caso de Tailandia,

donde la inversión relacionada con el mercado de propiedades llegó a ser de un 50% de la inversión total (Bello, 1997, pág. 8). También aparece la sobreinversión en proyectos públicos de infraestructura demasiado ambiciosos. Este tipo de inversiones contrastan con las que realizaban los japoneses, cuando la IED japonesa suponía el grueso de los capitales recibidos. Las consecuencias negativas de estas nuevas inversiones se manifestaron en una elevada tasa de préstamos impagados en general (por encima del 15% en Tailandia, Indonesia, Corea y Malasia, ya antes de la crisis, según Corsetti *et al.*, 1998) y una mayor tasa de impagados entre los préstamos concedidos al sector inmobiliario (alrededor del 50% a principios de 1997). Y también en la tendencia alcista de los precios del sector de la propiedad inmobiliaria y de las acciones.

D. LA PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD EXTERNA

Aún resta señalar otra característica más de estas economías que aumentaba su vulnerabilidad: Presentaban déficit corrientes crecientes y un descenso del crecimiento de sus exportaciones desde mediados de los 90. Como muestra el cuadro 2, Tailandia es el país que sufría un mayor nivel de déficit en la primera mitad de esta década, pero es Malasia el que sufrió la mayor pérdida (pasando de un superávit de 2,4% del PIB en 1985-1989 a un déficit del 5,6% del PIB en 1990-1995). En cambio el déficit de Indonesia no creció nada desde la década anterior (manteniéndose en un 2'5% del PIB).

El ritmo de crecimiento del valor de las exportaciones descendió abruptamente para todos los países de 1995 a 1996 (cuadro 3). El mayor colapso lo sufrieron Tailandia (variación de las exportaciones del +25,1% en 1995 y del -1'3% en 1996) y Corea (crecimiento del 30,3% en 1995 y del 3,7% en 1996). Los casos menos graves fueron los de Indonesia y Filipinas, que vieron cómo en 1996 crecieron sus exportaciones incluso más que en 1994 y 1993 respectivamente.

Las causas de estos hechos (aumento de los déficit y desaceleración del ritmo de crecimiento de las exportaciones) son diversas. Una de ellas es la apreciación del dólar frente al yen que, por la estrategia de ancla, conllevó la apreciación de las monedas de estos países frente al yen. Otras causas pueden ser la creciente competencia de China y México, la saturación del mercado mundial de los principales productos de exportación de estos países (semiconductores, automóviles, petroquímica...), y el menor crecimiento japonés de los años 90, que también pudo incidir en el descenso de la demanda de productos provenientes de estos países.

Los déficit no fueron una señal de alarma hasta bastante tarde. Y es que antes de que estallara la crisis se consideraba que no podía ser tan grave tener déficit corrientes siempre que los capitales se utilizaran en inversión y no en consumo, y siempre que los prestatarios fueran agentes privados en vez del Estado. Pero una vez que se

desencadenó la crisis, los déficit por cuenta corriente coadyuvaban en la retirada de fondos porque corroboraban la percepción de que los prestatarios no tenían forma de conseguir los fondos necesarios para devolver la deuda.

3. COREA DEL SUR

A. LIBERALIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Corea, al igual que el sudeste asiático, recibió una buena cantidad de capital extranjero en los años 90. Hemos visto que el sudeste asiático inició un proceso de importante crecimiento económico en los años 80, sustentado en la IED llegada de Japón. Corea en cambio, comenzó su andadura de crecimiento y desarrollo bastante antes, en los años 60, basándose en una estrategia de desarrollo gubernamental que pretendía la sustitución de importaciones acompañada del fomento de exportaciones de productos de cada vez mayor contenido tecnológico. Uno de los elementos clave para llevar a cabo esta estrategia era la coordinación del crédito interno y el control de los flujos de capitales, por lo que hasta los años 90 no comenzó el proceso de liberalización financiera.

Los motivos de la liberalización fueron varios. En primer lugar, el ingreso de Corea en la OCDE en 1996 estuvo sujeto a una serie de reformas dentro del país. Una de las reformas consistió precisamente en la apertura de los mercados comerciales y financieros coreanos. Otra reforma relevante fue la eliminación de la Oficina de Planificación Económica, que había sido la principal institución encargada de la política económica y las estrategias de desarrollo (Wade y Veneroso, 1998b; Akyüz, 1998).

En segundo lugar, puede ser que los mismos coreanos necesitaran la apertura de su mercado de capitales, como han señalado algunos autores (Radelet y Sachs, 1998b). Dicha necesidad vendría dada porque a medida que la producción va pasando de ser intensiva en trabajo a ser intensiva en capital y tecnología, se incrementa la necesidad de contar con un sistema financiero desarrollado. Así, según esta visión, la liberalización se dio por las necesidades financieras de un creciente sector industrial.

Se ha señalado que la liberalización en Corea fue más gradual y prudente que en los países del sudeste asiático (por ejemplo, porque se mantuvieron algunos techos a la inversión extranjera). Pero aún así, las medidas de control y supervisión de la entrada de capitales no fueron suficientes para evitar las disfunciones que la liberalización financiera traería consigo (Bustelo, 1999). Los controles y la coordinación gubernamental del crédito y las inversiones habían sido piezas básicas del sistema económico coreano. Es decir, que sin la coordinación gubernamental, resultaba más probable que los créditos obtenidos por las empresas se desviaran hacia inversiones menos productivas; y resultaba más probable también que no se pudiera llevar a cabo una estrategia nacional de

desarrollo mediante el control del crédito (Wade y Veneroso, 1998a y b).

B. LOS CHAEBOL Y LA DEUDA EXTERNA TRAS LA LIBERALIZACIÓN

La liberalización del sistema financiero coreano dio lugar, como en los países del sudeste asiático, a una mayor entrada de capitales extranjeros. Este capital extranjero entró en el país sobre todo en forma de préstamos y de inversión en cartera (cuadro 2), mientras que Corea siguió siendo inversor neto de IED. La razón última de que el gobierno permitiera el endeudamiento de los bancos y empresas era que, preocupado por el enfriamiento de la economía, buscaba el incremento de las tasas de inversión de los *chaebol*, que habrían de financiarse con los fondos que se recibían del extranjero. Las empresas coreanas siguieron las directrices del gobierno, y se endeudaron a largo plazo en virtud de la liberalización financiera que facilitaba y abarataba el acceso al crédito externo (cuadro 1).

El problema apareció porque cada vez resultaba más difícil que las empresas devolvieran su deuda. Los *chaebol* sufrían un exceso de capacidad productiva que redundaba en una menor rentabilidad (el ratio incremental capital-producto, ICOR, ascendió del 3,8 en 1987-1992 al 4,9 en 1993-1996) y en impagos al sistema bancario. Pero las dificultades de las empresas coreanas no sólo venían dadas por la sobreinversión, sino también por la excesiva diversificación de las actividades productivas que dicha sobreinversión propiciaba y por la excesiva concentración de la producción nacional en unos pocos conglomerados. Esta concentración empresarial provocó una mayor vulnerabilidad del sistema financiero ya que las dificultades de liquidez o solvencia de un solo prestatario ponían en peligro la supervivencia de todo el conglomerado, incluyendo sus entidades financieras.

Cuando las empresas se encontraron con dificultades para devolver la deuda, consideraron que la solución pasaba por contratar deuda a corto plazo. Y a medida que pasaba el tiempo, la proporción de deuda a corto plazo fue haciéndose cada vez mayor, hasta alcanzar 68,4% de la deuda total para el período comprendido entre finales de 1995 y mediados de 1997, algo por encima de Tailandia.

La menor rentabilidad de las inversiones y la consecuente incapacidad para devolver la deuda vinieron dados por la sobreinversión sobre todo en capacidad productiva de la industria (Corsetti *et al.*, 1998), a diferencia de lo ocurrido en los otros cuatro países, donde el impago de la deuda vino dado principalmente por la sobreinversión en actividades especulativas (especulación inmobiliaria y bursátil). Por ello, en Corea, antes de la crisis, no se aprecia tanto la existencia de una burbuja especulativa de la magnitud de la de los países del sudeste asiático, como la quiebra de empresas industriales.

C. LA PÉRDIDA DE COMPETITIVIDAD EXTERNA

Desde 1990 Corea registró, al igual que los países de ASEAN-4, un déficit en su balanza por cuenta corriente. Corea ve cómo se reduce su superávit de la segunda mitad de los 80 (+4,3% del PIB) hasta convertirse en un déficit creciente en la primera mitad de los 90 (-1,7% del PIB de 1990 a 1996). Dicho empeoramiento del saldo por cuenta corriente se debió sobre todo a la disminución de los ingresos por exportaciones. Mientras que el crecimiento del volumen de las exportaciones entre 1995 y 1996 fue del 19,1%, el crecimiento del valor de las exportaciones en el mismo año fue de 3,7%, lo que significa que los productos de exportación coreanos habían perdido en 1996 el 12,9% de su valor con respecto a 1995. La pérdida del valor de las exportaciones se dio también en el sudeste asiático, pero no de forma tan acentuada. Además en el sudeste asiático la pérdida de ingresos por exportación se compensó parcialmente por la disminución del coste unitario de las importaciones, lo que no ocurrió para Corea, que registró una caída del precio de sus importaciones de sólo un 0,6% (cuadro 3).

Hay varios factores que explican la caída del ingreso por exportaciones. Por un lado, aumentaba la competencia en productos intensivos en mano de obra por parte de China y el sudeste asiático. Y por el otro, crecía la competencia en productos más intensivos en capital por parte de Japón, debido en parte a la paulatina pérdida de valor del yen respecto al dólar, que supuso una menor competitividad para algunos productos coreanos.

Una segunda causa de la pérdida de valor de las exportaciones coreanas radica en la caída del precio de los semiconductores y otros componentes electrónicos, productos que suponían el 20% de las exportaciones coreanas (Bustelo, 1998b). Esta caída estuvo provocada, en parte, por la creciente oferta de estos productos desde México y China, que trajo consigo cierta saturación del mercado internacional (Radelet y Sachs, 1998b). Asimismo se produjo una caída del ritmo de crecimiento de la demanda de importaciones desde los países de la OCDE: El incremento de la demanda en 1995 fue del 17%, mientras que en 1996 fue tan sólo del 2%.

Otro elemento característico de las economías del sudeste asiático era el ancla de sus monedas al dólar, lo que repercutió en la recepción de capital extranjero, pero también en la pérdida de competitividad externa de estos países. En el caso de Corea, no hay consenso sobre si ancló o no su moneda al dólar. Unos afirman que el valor nominal del won fluctuaba en función de una cesta de monedas en la que la divisa con mayor peso era el dólar (Masahiro, 1998). Y otros afirman que el valor del won se ajustaba a las condiciones competitivas de Corea (Corsetti *et al.*, 1998; Bustelo, 1998a y b). En cualquier caso, sí parece que el *won* fluctuó con respecto al dólar en mayor medida que las monedas del sudeste asiático, por lo que se explica que la apreciación real de la moneda fuera menor (12% de 1990 a 1996, según Corsetti *et al.*, 1998).

CONCLUSIONES

Al describir las principales deficiencias de los países asiáticos antes de la crisis observamos lo siguiente. Efectivamente (como la hipótesis de las deficiencias estructurales señala) había una serie de problemas comerciales y financieros que conferían vulnerabilidad a estas economías. Pero conviene relativizar el peso de estos problemas (y de las políticas económicas que los generaron) a la hora de explicar las causas directas de la crisis.

Otros países mostraban peores resultados para algunos de los indicadores que hemos visto, y no sufrieron grandes ataques especulativos en 1997 y 1998. Es el caso de Brasil, por ejemplo, que presentaba una apreciación real de su moneda superior a la registrada por los países asiáticos; o de China y la India, que presentaban importantes caídas del ritmo de crecimiento de sus exportaciones en valor (cuadro 3). Podría argumentarse que es necesaria la conjunción de todos los problemas señalados por la hipótesis de las deficiencias estructurales para explicar la crisis. Sin embargo, ni siquiera los cinco países estudiados comparten todos los problemas descritos. Indonesia tenía un alto nivel de deuda a corto plazo, pero apenas sufrió un deterioro de su déficit comercial ni de sus ingresos por exportaciones (cuadro 3); Malasia siguió recibiendo importantes proporciones de IED sobre el capital extranjero total recibido, con lo que la volatilidad de las inversiones en este país no era tanta como en los demás; Corea destaca, por ejemplo, por la enorme pérdida de capacidad adquisitiva de sus exportaciones, pero su tipo de cambio era más flexible que el del resto de los países. Todo esto parece indicar que la hipótesis de las deficiencias estructurales no resulta completamente explicativa, dado que, por una parte, algunos elementos del cuadro económico que se supone causante de la crisis no eran exclusivas de los países asiáticos, y dado, por otra parte, que ni siquiera todos los países asiáticos compartían todos los componentes de dicho cuadro económico.

Ya vimos que la principal diferencia apreciable entre la hipótesis de las deficiencias estructurales y la del pánico financiero es que la primera consideraba que las deficiencias estructurales eran las causas de la crisis, mientras que la segunda consideraba que, pudiendo existir tales deficiencias, la crisis no estaba causada por las mismas, sino que era la consecuencia de una sobre-reacción de los inversores ante un exceso de deuda a corto plazo sobre reservas. La crítica a la hipótesis de las deficiencias estructurales podría llevar a pensar que resulta más explicativa la hipótesis del pánico financiero, pero no es así necesariamente. Es decir, que una hipótesis no sea idónea no quiere decir que la otra lo sea, porque no son plenamente incompatibles. La tesis que se defiende aquí es que las dos hipótesis hacen importantes aportaciones a la hora de explicar la crisis y que pueden admitirse ambas.

Por una parte, porque podría ser que la diferencia entre ellas radicara en que una (la del pánico financiero) tiene en cuenta variables de corto plazo (imposibilidad de pagar la deuda a corto plazo), mientras que la otra (la de las deficiencias estructurales) tiene en cuenta variables de largo plazo (la mala calidad de las inversiones que genera

insolvencia a largo plazo). Siendo así, ambas interpretaciones serían compatibles, en el sentido de que podría ser que un país tuviera deficiencias estructurales que en el largo plazo generaran problemas de solvencia, pero que ya en el corto plazo dieran lugar a problemas de liquidez que detonaran el pánico financiero.

Por otra parte, es posible que la hipótesis de las deficiencias estructurales sea una explicación de las causas de la crisis. Es decir, busca en los momentos previos a la crisis aquellas variables que puedan haber provocado el estallido de ésta. En cambio, la hipótesis del pánico financiero se detiene en la explicación de cómo se desarrolla la crisis. Explica los mecanismos psicológicos de los inversores que les hacen retirar el crédito, pero no se detiene en qué factores han desatado dichos mecanismos. Siendo así, resulta poco fructífero comparar ambas hipótesis, dado que resultarían compatibles en el sentido de que la primera daría las claves al respecto de qué detona los mecanismos explicados por la segunda.

Entonces, al admitir la validez de ambas hipótesis, estamos admitiendo la conjunción de problemas de política económica y de un contexto internacional favorable al pánico financiero. Por ello, podemos concluir que para prevenir futuras crisis financieras (y para frenar ésta) habrá que ser más cauteloso con las políticas económicas aplicadas (cómo llevar a cabo la liberalización comercial y financiera, cómo instituir un sistema financiero poco vulnerable, etc.) pero también habrá que implementar mecanismos reguladores que palien los riesgos que corren las economías emergentes en un contexto de globalización financiera.

Cuadro 1. Derechos de cobro de bancos extranjeros, distribución por vencimiento y sector (miles de millones de dólares)

	Total	Obligaciones por sector			Corto plazo	Reservas	CP /Reservas
		Bancos	Sector público	Privado (no-bancos)			
A. Finales 1995							
Indonesia	44,5	8,9	6,7	28,8	27,6	14,7	1,9
Malasia	16,8	4,4	2,1	10,1	7,9	23,9	0,3
Filipinas	8,3	2,2	2,7	3,4	4,1	7,8	0,5
Tailandia	62,8	25,8	2,3	34,7	43,6	37	1,2
Corea	77,5	50	6,2	21,4	54,3	32,7	1,7
Total	209,9	91,3	20	98,4	137,5		
B. Finales 1996							
Indonesia	55,5	11,7	6,9	36,8	34,2	19,3	1,8
Malasia	22,2	6,5	2	13,7	11,2	27,1	0,4
Filipinas	13,3	5,2	2,7	5,3	7,7	11,7	0,7
Tailandia	70,2	25,9	2,3	41,9	45,7	38,7	1,2
Corea	100	65,9	5,7	28,3	67,5	34,1	2
Total	261,2	115,2	19,6	126	166,3		
C. Mediados 1997							
Indonesia	58,7	12,4	6,5	39,7	34,7	20,3	1,7
Malasia	28,8	10,5	1,9	16,5	16,3	26,6	0,6
Filipinas	14,1	5,5	1,9	6,8	8,3	9,8	0,8
Tailandia	69,4	26,1	2	41,3	45,6	31,4	1,5
Corea	103,4	67,3	4,4	31,7	70,2	34,1	2,1
Total	274,4	121,8	16,7	136	175,1		
México							
Finales 1994	64,6	16,7	24,9	22,8	33,2	6,4	5,2
Finales 1995	57,3	11,5	23,5	22,3	26	17,1	1,5

Fuente: Banco de Pagos Internacionales

Cuadro 2. Balanza de pagos (% del PIB)

	Corea		Indonesia		Malasia		Filipinas		Tailandia	
	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96	1985-89	1990-96
Balanza por cuenta corriente	4,3	-1,7	-2,5	-2,5	2,4	-5,6	-0,5	-3,3	-2	-6,8
Balanza comercial	3,6	-1,2	5,9	4,5	13,7	3,2	-2,9	-8,7	-2,2	-4,7
Exportaciones	30,7	25	21,9	24,2	56,1	73,2	17,1	17,4	22,9	29,6
Importaciones	-27,2	-26,2	-15,9	-19,7	-42,5	-70	-20	-26,1	-25,1	-34,3
Balanza de capitales	-2,5	2,5	3,5	4,1	0,5	9,6	1,4	5,5	4,2	10,2
Inversión Directa (neto)	-0,1	-0,3	0,5	1,2	2,4	6,9	1	1,1	1,1	1,5
Inversión en cartera	0,2	1,9	0	0,9	1	-1	0,2	0,3	1,2	1,5
Acciones	0	0,8	0	0,5	0	0	0	0	0,8	0,7
Deuda	0,1	1,1	0	0,4	1	-1	0,2	0,3	0,4	0,9
Otras Inversiones (neto)	-2,4	1	3	2	-2,8	3,8	0,2	4	2	7,1
Autoridades monetarias	0	0	0	0	0	0	-0,6	0	0	0
Gobierno	-1,2	-0,3	2,6	0,5	-1,7	-0,3	2,3	1,1	0,2	-0,4
Bancos	-0,8	0,1	0	0,4	-1	1,8	-0,2	1,4	0,2	3,5
Otros sectores	-0,4	1,2	0,4	1,2	0	2,4	-1,2	1,6	1,5	4
Financiación	-1,7	-0,6	-0,1	-1,1	-2,9	-5	-1,8	-1,8	-3	-3,6
Reservas	-1,4	-0,6	-0,2	-1	-2,7	-5	-1	-1,7	-2,7	-3,5

Fuente: Radelet, Sachs (1998): "The Onset of the East Asian Financial Crisis"

Cuadro 3. Variación de importaciones y exportaciones

	Variación de exportaciones en valor		Variación de exportaciones en volumen		Cambio en el valor unitario	
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
China	22,9	1,6	15,3	8,3	6,6	-6,2
India	22,7	7,4	22,4	16,9	0,2	-8,1
Hong Kong	14,8	4	1,9	-8,6	12,6	13,8
Corea	30,3	3,7	24	19,1	5	-12,9
Singapur	22,1	5,7	15,7	6,3	5,6	-0,6
Indonesia	13,4	9,7	10,3	4,8	2,8	4,7
Malasia	26	5,8	15,6	13,6	9	-6,9
Filipinas	31,6	16,7	17	18,8	12,4	-1,8
Tailandia	25,1	-1,3	14,2	-0,7	9,5	-0,6
Argentina	33,9	13,6	17,8	3,2	13,7	10
México	40,3	22,6	24,5	14,7	12,7	6,9
Polonia	34,3	6,8	30,8	6,9	2,7	-0,1

	Variación de importaciones en valor		Cambio en el valor unitario			
	1995	1996	1995	1996	1995	1996
China	11,6	7,6	15,1	16,4	-3	-7,5
India	28,6	8,3	23,6	18,9	4	-8,9
Hong Kong	19,2	3	13,6	4	4,9	-1
Corea	32	11,3	21,2	11,9	8,9	-0,6
Singapur	21,3	5,5	13	6,4	7,3	-0,9
Indonesia	27	5,7	17,4	10,7	8,2	-4,6
Malasia	30,5	0,9	23,4	17,7	5,8	-14,3
Filipinas	25,7	20,4	14,6	24,2	9,7	-3
Tailandia	30	3,8	15,9	-3,6	12,1	7,7
Argentina	-6,5	18,1	-17,5	25,2	13,3	-5,7
México	-23,1	30,4	-14,9	20,8	-9,6	8
Polonia	35,9	27,8	24,5	28,9	9,1	-0,8

Fuente: IFS y BIS

BIBLIOGRAFÍA

- AKYÜZ, Yılmaz (1998): “The East Asian Financial Crisis: Back to the Future?”, United Nations Conference for Trade and Development.
<http://www.unicc.org/unctad/en/pressref/prasia98.htm>
- BELLO, Walden (1997): “Addicted to Capital: The Ten-Year High and Present-Day Withdrawal Trauma of Southeast Asia’s Economies”.
http://www.focusweb.org/focus/library/addicted_to_capital.htm
- BERGSTEN, C. Fred (1997): “The Asian Monetary Crisis: Proposed Remedies”, Institute for International Economics.
<http://www.iese.com/crisis.htm>
- BUSTELO, Pablo (1998a): “El FMI y la Crisis en Asia Oriental, ¿quiebra de un modelo de desarrollo?”, VI Jornadas de Economía Crítica, Málaga, marzo.
<http://www.ucm.es/info/icei/asia/jec98.htm>
- BUSTELO, Pablo (1998b), “The East Asian Financial Crises: An Analytical Survey”, Documento de trabajo, ICEI-UCM, octubre.
<http://www.ucm.es/info/icei/asia/wp98.htm>
- BUSTELO, Pablo (1999): “South Korea in 1997-1998: a Critical View of the Financial Crisis and the IMF Remedies” en Boxill and Henke: *The End of the East Asian Model? A Reader in Comparative Development*, Walter de Gruyter, Berlín (de próxima publicación).
- CORSETTI, Giancarlo; PESENTI, Paolo; ROUBINI, Nouriel (1998): “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?”, New York University.
<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsianCrisis.pdf>
- FISCHER, Stanley (1998): “The Asian Crisis: A View from the IMF”, Fondo Monetario Internacional.
<http://www.imf.org/external/np/speeches/1998/012298.htm#TOP>
- FRANKEL, Jeffrey A. (1998): “The Asian Model, the Miracle, the Crisis and the Fund”, New York University.
<http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/EACRITIC.pdf>
- GARCÍA. Clara y OLIVIE, Iliana (1998), “Southeast Asia”, en Beatriz Pont *et al.*, “Financial Crises in East Asia: A Case-study of Japan, China, South Korea, and Southeast Asia”, Documento de Trabajo,

ICEI-UCM, de próxima publicación en 1999.

- GOLDSTEIN, Morris (1998): "The Asian Financial Crisis", Institute for International Economics.

<http://www.iese.com/news98-1.htm>

- KRUGMAN, Paul (1998): "What Happened to Asia?", Massachusetts Institute of Technology.

<http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>

- KRUGMAN, Paul (1998): "Currency Crises", Massachusetts Institute of Technology.

<http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>

- MASAHIRO, Kawai (1998): "The East Asian Currency Crisis: Causes and Lessons", en Contemporary Economic Policy, abril, vol.16, cap.2, pp157-174.

- RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey (1998): "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development.

<http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/eaonset2.pdf>

- RADELET, Steven; SACHS, Jeffrey (1998): "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Harvard Institute for International Development.

<http://www.hiid.harvard.edu/pub/other/bpeasia2.pdf>

- WADE, Robert; VENEROSO, Frank (1998): "The Asian Financial Crisis: The Unrecognized Risk of the IMF's Asia Package", The Russell Sage Foundation.

<http://epn.org/sage/imf21.html>

- WADE, Robert; VENEROSO, Frank (1998): "The Asian Crisis: The High Debt Model vs. the Wall Street-Treasury-IMF Complex", The Russell Sage Foundation.

<http://epn.org/sage/imf24.html>